



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **EL IMPACTO DE LA POPULARIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EUROPEOS EN LA EVOLUCIÓN DE SU RETRIBUCIÓN**

Autor: María Eyaralar Soler

Clave: 201801330

Director: Karin Martín Bujack

## RESUMEN

Los fondos de inversión en renta variable son vehículos diversificados que, habitualmente, suponen un fiel reflejo de la retribución en el mercado. Estudiar el retorno que han proporcionado a los inversores los fondos con mayor y menor popularidad permitirá extraer conclusiones sobre la efectividad de posicionarse a favor o en contra de los mercados, el plazo en el que hacerlo y los riesgos inherentes a cada estrategia. A su vez, permitirá la obtención de datos reales sobre el comportamiento de los mercados en la última década. La Teoría Moderna de Carteras de Markowitz y las aportaciones de académicos de prestigio permitirán analizar conceptos cuya comprensión es fundamental para el análisis de los mercados. Entre ellos destacan la diversificación, la eficiencia, la relación entre riesgo y retribución, y la irracionalidad y fenómenos asociados a sesgos comportamentales que cuestionan el comportamiento teórico de los mercados financieros tal y como los conocemos.

Palabras clave: cartera, fondo, sesgo comportamental, retribución, riesgo, momentum, contrarianismo.

## ABSTRACT

Investment vehicles such as equity funds constitute diversified portfolios which tend to faithfully represent current market returns. A thorough analysis of returns and their evolution for the top and bottom funds in terms of popularity, measured as assets under management, should bring about conclusions on the effectiveness of contrarian and momentum strategies, appropriate timing, and inherent risks to each of these strategies. Furthermore, it shall provide the reader with a clear, realistic picture of current market conditions. Markowitz's Modern Portfolio Theory and the numerous contributions which have been made to it by prestigious academics will permit a comprehensive analysis of key concepts which are fundamental to build an understanding of financial markets. Some remarkable examples are diversification, efficiency, investor irrationality, or associated phenomena such as behavioral biases, which put into question the theoretical pillars of markets as we have come to know them.

Key words: portfolio, fund, behavioral bias, return, risk, momentum, contrarianism.

## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>5</b>
1.1. Motivaciones y justificación.....	6
1.2. Objetivos general y específicos. ....	7
1.3. Metodología utilizada. ....	8
<b>2. MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL .....</b>	<b>8</b>
2.1. Teoría moderna de carteras y valoración de activos: conceptos clave en la composición de una cartera de inversión.....	8
2.2. Clases de activos disponibles para los inversores: clasificación y características principales. ....	12
2.3. Las finanzas conductuales: definición y principales sesgos comportamentales. 13	
<b>3. DESARROLLO DEL ANÁLISIS .....</b>	<b>16</b>
3.1. Clase de activo elegida. Justificación. ....	16
3.2. Posibles posicionamientos de los inversores en los mercados. ....	18
3.3. Los fondos de inversión como objeto de estudio. Listado de fondos seleccionados. ....	22
3.4. Observación, descripción y análisis de los fondos. ....	28
<b>4. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>40</b>
4.1. Conclusiones principales del estudio.....	40
4.2. Posibles futuras líneas de investigación. ....	42
<b>5. REFERENCIAS.....</b>	<b>43</b>

## LISTADO DE ANEXOS

Anexo I. Réplica de la Figura 1. Evolución de los activos bajo gestión de los Mayores 10 en el periodo estudiado. ....	46
Anexo II. Réplica de la Figura 2. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado. ....	47
Anexo III. Réplica de la Figura 3. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado (excluyendo LBPAM Actions Dividende Euro-ID). ....	48
Anexo IV. Réplica de la Figura 4. Evolución del retorno de los Mayores 10 en el periodo estudiado. ....	49
Anexo V. Réplica de la Figura 5. Evolución del retorno de los Menores 10 en el periodo estudiado. ....	50
Anexo VI. Listado descriptivo de los veinte fondos de inversión observados en el estudio, ordenados de mayor a menor por activos bajo gestión a 31 de diciembre de 2013. ....	51
Anexo VII. Retorno acumulado de los veinte fondos seleccionados en el periodo estudiado. ....	56

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Figura 1. Evolución de los activos bajo gestión de los Mayores 10 en el periodo estudiado. ....	30
Figura 2. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado. ....	31
Figura 3. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado (excluyendo LBPAM Actions Dividende Euro-ID). ....	31
Figura 4. Evolución del retorno de los Mayores 10 en el periodo estudiado. ....	35
Figura 5. Evolución del retorno de los Menores 10 en el periodo estudiado. ....	36
Figura 6. Retorno relativo acumulado en el periodo: cifra media del valor medio, máximo y mínimo observados en cada grupo de fondos. ....	38

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Características principales de los Mayores 10. ....	24
Tabla 2. Características principales de los Menores 10. ....	25
Tabla 3. Tabla de estadísticos descriptivos de los 20 fondos. ....	26
Tabla 4. Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Mayores 10. ....	33
Tabla 5. Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Menores 10. ....	34

## 1. INTRODUCCIÓN

Existe gran variedad de literatura que trata las diferentes perspectivas, conceptos teóricos y prácticas habituales de inversión que afectan a la construcción de una cartera de inversión. Esta extensa literatura ha dado lugar a un complejo marco teórico, que define con detalle los factores a tener en cuenta en la selección de activos para crear la cartera de inversión óptima. Con esta cartera, el inversor puede obtener el máximo retorno en relación con el riesgo que decida asumir. Uno de los hitos en la construcción de un sólido marco teórico, que todavía a día de hoy es de importancia máxima para académicos e inversores, es la Teoría Moderna de Carteras de Harry M. Markowitz de 1952, en la que se define el papel de multitud de conceptos, parámetros y ratios, todos ellos fundamentales en la definición de esa cartera óptima, y se realizan asunciones clave con el fin de establecer las condiciones que permiten la eficiencia de los mercados financieros.

Mientras que esta teoría constituyó un avance fundamental en la ciencia financiera, muchos autores y académicos han procurado tomar un enfoque crítico, cuestionándola. Desde las áreas de economía, las finanzas o la psicología, el propósito de estos críticos ha sido mantenerla actualizada, incorporado factores como la irracionalidad de los inversores, los sesgos comportamentales y la ineficiencia de los mercados causante de sobrevaloración e infravaloración de activos. Autores como William Sharpe (1964), John Lintner (1965), Fischer Black (1972), Eugene Fama (1992), Kenneth French (1992) y Daniel Kahneman (2011) han sido algunos de los principales exponentes de esta labor científica.

A lo largo de las siguientes páginas se desarrollará una labor de recopilación de sus principales aportaciones, con el fin de sentar las bases para un posterior análisis de los mercados financieros. Concretamente, se buscará estudiar el comportamiento de los mercados observando qué posiciones han resultado más ventajosas para los inversores en la última década. Se establecerá como foco del análisis la evolución de fondos de inversión en renta variable como vehículo diversificado y disponible para el público general, y sobre todo, como reflejo del retorno que se está dando en el mercado europeo y las fluctuaciones que se hayan podido observar en los comportamientos de inversión.

### 1.1. Motivaciones y justificación.

Debido a la popularidad adquirida por los medios de comunicación de masas durante las últimas décadas, y a procesos globalizadores como las cadenas de valor o las grandes multinacionales que generan interdependencia y homogeneización, resulta más sencillo que nunca para las personas y entidades influyentes dar señales a los participantes en los mercados financieros. Así pues, ya no sólo la publicación de resultados por parte de empresas participantes tiene la capacidad de provocar oscilaciones considerables en los precios, sino que las declaraciones de cualquier persona públicamente conocida, sea cual sea el trasfondo de su mensaje, pueden provocar estampidas o burbujas con una facilidad sin precedentes.

La manera en que esta influencia funciona, y la irracionalidad subyacente en estos procesos, hace que sea relevante estudiar el impacto de todo ello en el retorno obtenido por los inversores. Publicaciones financieras diarias tan influyentes como Morningstar han reconocido utilizar sus conocimientos para orientar su estrategia hacia el lado opuesto de los mercados, escapando de fenómenos como el efecto rebaño. Para ello, adoptan el enfoque conocido como contrarianismo, denominado en ocasiones “estrategia *Buy the Unloved*”. De acuerdo con esta metodología, fuertes entradas y elevados precios en el pasado son indicadores de un mercado sobrevalorado y que por tanto es aconsejable abandonar, pues con el tiempo su sobrevaloración – desviación por encima de su valor fundamental – se corregirá debido a la eficiencia de los mercados. Este enfoque de los mercados explicaría muchos aspectos de los estallidos de burbujas financieras y del éxito de categorías anteriormente impopulares como son los mercados emergentes. Para más información y a modo de ejemplo, se aconseja la lectura de “Los fondos menos queridos”, reciente artículo de Morningstar que explica el enfoque de la firma en relación con esta estrategia (Baselli, 2023).

Mientras que son muchos los que han estudiado el elevado potencial de una estrategia contraria al mercado, existen también detractores de ésta. Estos últimos son de la opinión de que elevadas retribuciones y abundancia de inversiones pasadas son un buen indicio del potencial de un activo. Por ello, tienden a decidirse por valores que muestran tendencias positivas, posicionándose a favor del mercado y aprovechándose de su inercia, o ”momentum”, término que da nombre a las estrategias que siguen este enfoque.

Así pues, observar los resultados de los activos más y menos populares a lo largo de los últimos años, especialmente tras períodos de alta volatilidad potencialmente relacionados con comportamientos irracionales, resultará ilustrativo para analizar su papel en la relación entre el retorno esperado y el obtenido por los inversores. En este caso, se procurará adoptar un enfoque diferenciado y de elevada relevancia por su actualidad. Esto se conseguirá mediante la observación del comportamiento de fondos europeos enfocados en la renta variable durante la última década, desde 2013 hasta el momento actual, con la particularidad de que dicha década constituye un periodo especialmente rico en eventos, cambios de tendencia y políticas monetarias con notable impacto en los mercados financieros globales.

### 1.2. Objetivos general y específicos.

El objetivo general de este trabajo es describir el comportamiento de fondos de renta variable europea en la última década seleccionados por su nivel de popularidad y, mediante el análisis de su evolución, extraer conclusiones sobre los beneficios de haberse posicionado a favor o en contra de los mercados.

Los principales objetivos específicos son los siguientes:

- Generar un marco teórico suficientemente explicativo de conceptos básicos de las teorías de gestión de carteras, en el que apoyar el análisis posterior.
- Justificar por qué se seleccionan los fondos de renta variable europea en particular como vehículo interesante para el fin de este trabajo.
- Determinar cómo afecta posicionarse a favor o en contra de los mercados al invertir en fondos de inversión en renta variable como vehículos con características similares a una cartera diversificada creada por un inversor, pero gestionada por profesionales de las finanzas.
- Extraer conclusiones sobre si, utilizando los activos bajo gestión del fondo como métrica de popularidad, ha resultado más beneficioso decidirse por los fondos más o menos populares durante la última década.



### 1.3. Metodología utilizada.

La metodología utilizada para elaborar este trabajo es dual. Por un lado, se basa en una extensa revisión de la literatura obtenida de fuentes académicas confiables, de autores de reconocido prestigio en las áreas tratadas. Esta revisión ha permitido el análisis de conceptos clave para sentar las bases de la investigación, como son la teoría moderna de carteras, las clases de activos, los principales sesgos existentes en finanzas conductuales, ratios como medida de variables relevantes, estrategias de inversión y la sobre e infravaloración en los mercados, entre otros.

Por otro lado, la extracción de datos de interés para analizar los mercados se ha basado en fuentes de alta actualidad y exactitud, entre las que destaca la base de datos financiera Bloomberg. En ella se han podido obtener datos históricos para seleccionar los fondos con mayor cantidad de activos bajo gestión al inicio del periodo estudiado. Una vez establecido el listado de fondos objeto de estudio, se ha procedido a observar las tendencias en volumen de inversión, activos y retribución de fondos de renta variable y ratios de interés para llevar a cabo un análisis detallado de la popularidad de cada fondo entre los inversores y la retribución obtenida por éstos.

## 2. MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL

### 2.1. Teoría moderna de carteras y valoración de activos: conceptos clave en la composición de una cartera de inversión

En 1952, Harry M. Markowitz se convertiría en referente global de la gestión de carteras con su Teoría Moderna de Carteras, cuyas bases quedaron establecidas con la publicación de su artículo *Portfolio Selection*. En él se detalla el proceso de selección de activos a incluir en una cartera de inversión en base a las expectativas sobre sus resultados, precedido por una etapa de observación de su comportamiento en los mercados (Markowitz, 1952).

En su desarrollo de la teoría, Markowitz establece como conceptos clave la diversificación y la maximización del retorno obtenido. Respecto a la primera, la integración de activos con características diferentes en una misma cartera hace que la

varianza de ésta – como medida de su volatilidad – disminuya en función del grado de correlación entre activos. Dicho de otra manera, al compensar el comportamiento opuesto de unos y otros títulos, la variación total de la cartera frente a variaciones en los mercados es menor, reduciendo el riesgo para el inversor. Así pues, un inversor racional buscará crear aquella cartera de inversión que le permita obtener el máximo retorno esperado para el nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir. Esta cartera es la que Markowitz califica como eficiente; cualquiera que dé lugar a un rendimiento menor para ese mismo nivel de riesgo, por tanto, será calificada como ineficiente (Markowitz, 1952).

La diversificación, sin embargo, no elimina todo el riesgo. El riesgo total de un activo puede descomponerse en riesgo sistemático y no sistemático. El primero depende del mercado y es inevitable, mientras que el segundo puede ser eliminado mediante la diversificación y es, por tanto, evitable (Peykani et al., 2023). Los factores relacionados con el riesgo sistemático son en su mayoría de carácter macroeconómico; de esta manera, afectan de un modo u otro a gran parte del mercado e inversores. Algunos ejemplos son el producto interior bruto, los tipos de interés o la tasa de desempleo en un país. Por otro lado, el riesgo no sistemático se halla a un nivel más microeconómico y está fuertemente vinculado a las condiciones particulares de un activo o clase de activo, como son una reestructuración empresarial o el riesgo de bancarrota de una empresa determinada (Mangram, 2013).

La mayoría de teorías sobre la composición racional de carteras sugieren que todo riesgo no sistemático es diversificable y, por tanto, no será compensado en los mercados con un mayor retorno. Tan solo aquel riesgo sistemático, y por tanto inevitable, influirá en la compensación esperada de una cartera (Goetzmann & Kumar, 2008). Una de las principales medidas de riesgo sistemático utilizadas de referencia en los mercados es la Beta, basada en la covarianza entre el activo y el mercado. Beta ( $\beta$ ) se calcula de la siguiente manera (Peykani et al., 2023):

$$\beta = \frac{Cov(R_A, R_M)}{\sigma_M^2}$$

$R_A$  = Retorno del activo

$R_M$  = Retorno del mercado

$Cov(R_A, R_M)$  = covarianza del retorno del activo y el retorno de mercado

$\sigma_M^2$  = Varianza del mercado

Todo ello no significa, en ningún caso, que un inversor siempre deba buscar la minimización del riesgo asumido. Lógicamente, cada inversor tendrá un nivel determinado de aversión al riesgo y de capacidad financiera, además de unos objetivos y un horizonte de inversión determinados. La frontera eficiente de Markowitz, concepto clave en su teoría, marca la línea sobre la que se posicionan las carteras eficientes que optimizan la relación entre riesgo y retorno, y por tanto maximizan el retorno obtenido para cada nivel de riesgo, o visto desde la perspectiva opuesta, ofrecen el mínimo riesgo para cada nivel de retorno, gracias a los beneficios de la diversificación (Witt & Dobbins, 1979).

La teoría moderna de carteras desarrollada por Markowitz ha sido sometida al análisis crítico de estudiosos, profesionales e instituciones, y a raíz de ello se han detectado algunas limitaciones. La mayoría de ellas surgen de las asunciones subyacentes al modelo planteado. Estas asunciones quedan resumidas por Mangram (2013) de la siguiente manera:

- 1) Los inversores son racionales, buscando maximizar el retorno esperado para el riesgo asumido.
- 2) Por tanto, sólo están dispuestos a asumir mayor riesgo si éste proporciona expectativas de mayor retribución.
- 3) Los inversores reciben toda la información pertinente relacionada con sus decisiones de inversión en el momento que deben recibirla.
- 4) Los inversores pueden recibir y prestar los fondos que deseen, de manera ilimitada, al tipo de interés sin riesgo disponible en ese momento en los mercados.
- 5) Los mercados son perfectamente eficientes.
- 6) No existen costes de transacción ni impuestos.
- 7) Existe la posibilidad de seleccionar activos cuyo comportamiento individual sea independiente del de otros.

Existen una serie de limitaciones teóricas derivadas de estas asunciones. En primer lugar, se han hallado evidencias de que los inversores no siempre se comportan de manera racional, ya que es común observar sesgos comportamentales derivados de la afinidad por ciertos rasgos de un activo, o por contagio social. Se explicarán con mayor detalle más

adelante. Otras ineficiencias están relacionadas con preferencias éticas, sociales y estratégicas que provocan decisiones de inversión por parte de los inversores que no son necesariamente las más eficientes de acuerdo con la teoría (Mangram, 2013).

Otra realidad que se ha observado en los mercados es que la información no es perfecta ni igual para todos los inversores. Existe asimetría de información y, a pesar de la extensa regulación contra esta práctica, aún se dan actuaciones en los mercados en base a información privilegiada no disponible para el público general. Más allá de esto, existen inversores que simplemente hacen un mayor esfuerzo por informarse que otros o cuentan con mayores conocimientos y experiencia. Otras limitaciones incluyen los límites al crédito concedido a algunos inversores, situaciones en que las características de un determinado activo sean más valoradas por un inversor por su utilidad, pasando por alto la necesidad de optimizar el retorno esperado y, por supuesto, la asunción de que no existen impuestos ni costes de transacción, raramente cierta en la práctica (Mangram, 2013).

Respecto a la valoración de activos, aunque no existe una única forma válida de valorar un activo, existen modelos de valoración ampliamente aceptados hasta la fecha, entre los que destacan el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) desarrollado por William F. Sharpe en 1964 y con las contribuciones posteriores de John Lintner (1965) y Fischer Black (1972), y el modelo multifactor desarrollado por Eugene F. Fama y Kenneth R. French en 1992.

El primero gira en torno al concepto de eficiencia desarrollado por Markowitz (1952), implicando que la retribución esperada es función de Beta ( $\beta$ ) – como pendiente de la regresión entre el riesgo sistemático de un activo y el retorno esperado del mercado – y que la  $\beta$  es en sí misma suficiente para definir el retorno esperado. Fama y French (1992) examinan estas asunciones y detectan limitaciones, concluyendo que el modelo de valoración requiere mayor profundidad.

De acuerdo con sus aportaciones, la manera más certera de valorar el rendimiento de una acción es un modelo de tres factores (conocido por su denominación en inglés como *Three-Factor Model*). El primer factor es la prima de mercado, que se refiere al riesgo sistemático que en el modelo de Sharpe (1964), Lintner (1965) y Black (1972) queda

capturado por Beta. Así, este concepto alude a la retribución adicional que los inversores demandan por invertir en ese activo con riesgo y renunciar a elegir uno sin riesgo. El segundo factor que el modelo tiene en cuenta es el tamaño. Según Fama y French (1992), las acciones de empresas de pequeña capitalización muestran mayores rendimientos que las de empresas de gran capitalización en el largo plazo. Finalmente, el tercer factor considera el carácter de valor o de crecimiento. Esta terminología alude a ciertas características de empresas cotizadas y no cotizadas entre las que destaca el valor del ratio P/E, o precio de cotización en proporción al valor de su capital en libros. Las empresas que muestran un valor elevado en este ratio suelen ser consideradas por los inversores como títulos de crecimiento, mientras que el caso contrario es el de las acciones valor. Según el modelo de tres factores, la prima de valor representa la tendencia de las últimas –títulos valor– a proporcionar retribución adicional a los inversores. De todo ello puede concluirse que, a diferencia de Sharpe (1964), Lintner (1965) y Black (1972), Fama y French (1992) consideran que el riesgo de mercado no es el único factor influyente en la valoración de activos, sino que otros factores como el tamaño y el valor de la compañía tienen un papel fundamental en la retribución observada en los mercados de valores.

## 2.2. Clases de activos disponibles para los inversores: clasificación y características principales.

Una clase de activo es una categoría que reúne a varios de ellos con características similares de cara a la inversión, como son el riesgo y el retorno esperado (Greer, 1997). Clasificar los activos permite a un inversor abordar de manera más organizada y eficiente el amplio universo de activos disponibles para formar parte de una cartera de inversión.

Es común la diferenciación entre clases de activos tradicionales y alternativos. Entre las primeras se hallan los títulos de renta variable, los de renta fija y el efectivo. Todos ellos se caracterizan por su elevada liquidez y transparencia en comparación con los activos alternativos. También son generalmente más estables y predecibles. Por otro lado, los principales activos alternativos son los bienes inmuebles, las materias primas y los fondos de cobertura. En líneas generales, muestran elevada volatilidad y reducida liquidez. La combinación de estos dos rasgos los convierte, a menudo, en activos que pueden proporcionar a inversores con apetito por el riesgo altas retribuciones, aunque obligándoles a asumir también la posibilidad de pérdidas considerables. Algunos tienen

características singulares ventajosas para muchos inversores. Por ejemplo, las materias primas pueden proporcionar una efectiva cobertura contra la inflación y las fluctuaciones en el mercado de divisas, aunque su volatilidad está muy por encima de la de los activos tradicionales. Los costes de gestión vinculados a la inversión en activos alternativos, por otro lado, también pueden ser notablemente más elevados que aquellos asumidos a la hora de invertir en activos tradicionales, ya que los primeros requieren un mayor nivel de conocimiento y dedicación (Greer, 1997).

### 2.3. Las finanzas conductuales: definición y principales sesgos comportamentales.

Mientras que la valoración fundamental de un activo es producto de un proceso racional de estimación, los mercados evidencian cómo el precio en sí mismo a menudo se desvincula de la racionalidad y es afectado por los sesgos que sufren los inversores y por ineficiencias que dan lugar a sobrevaloraciones – desviaciones del precio por encima del valor fundamental, que a menudo se relacionan con menor retorno potencial para el inversor – e infravaloraciones, cuyo caso es el contrario.

Las finanzas conductuales constituyen una rama de la ciencia financiera vinculada con la psicología que estudia patrones de comportamiento de los inversores que no encajan con la racionalidad de los modelos tradicionales, violando las hipótesis de racionalidad de los inversores y de eficiencia de los mercados (Fama, 1970). Esta última hipótesis hace referencia a que los mercados reflejan toda la información disponible públicamente. Por tanto, las finanzas conductuales postulan que los mercados son, en este sentido, ineficientes (Hirshleifer, 2015).

Existen evidencias respecto al carácter cíclico de la sobrevaloración e infravaloración de activos. Sus principales motores son la psicología y el sentir general de los inversores y pueden provocar la desconexión entre los valores fundamentales y los precios en el mercado de valores. En casos extremos, son los desencadenantes de estallidos de burbujas financieras resultantes del optimismo, que eleva los precios hasta niveles más allá de lo razonable. Los medios de comunicación a menudo son responsables de potenciar dichas tendencias alcistas y estallidos (Shiller, 2005).

En su libro *Irrational Exuberance*, considerado uno de los predictores de la crisis financiera de 2007, Shiller (2005) identifica varios de los signos que pueden apuntar a la formación de una burbuja en los precios de los activos: un ratio P/E elevado, alta volatilidad y el incremento del llamado *insider trading*<sup>1</sup>. El análisis del autor está fuertemente arraigado en las finanzas conductuales, y alude a que la consciencia de los sesgos comportamentales y sus efectos puede conducir a mejoras en la eficiencia de los mercados (Shiller, 2005).

Previo a la descripción de los principales sesgos comportamentales observables en los mercados financieros, cabe el análisis del concepto de arbitraje, ya que éste es un proceso fundamental para la eficiencia de los mercados.

Una oportunidad de arbitraje puede definirse como aquella circunstancia que permite a los inversores obtener beneficio de la compraventa de un activo esencialmente sin riesgo alguno. La aplicación de este concepto a los mercados implica que, al ser los inversores libres para explotar dichas oportunidades, lo harán siempre que éstas existan y hasta eliminarlas, llevando así los precios al equilibrio. Con su actividad, puede presumirse que toda aquella información disponible que pueda fundamentar decisiones de inversión queda reflejada en los precios del mercado. Así pues, puede entenderse una relación directa entre arbitraje, equilibrio y eficiencia en los mercados (Dybvig & Ross, 1989).

Un matiz relevante de este asunto es que en la práctica, los mercados reúnen a inversores experimentados, con considerables habilidades, que sí sacan provecho de las oportunidades de arbitraje y aportan equilibrio y eficiencia a los mercados, pero también a otros con menor experiencia y visión; se trata por tanto de una coyuntura en la que no todas las acciones reflejan racionalidad plena, pues la desinformación o el desconocimiento pueden llevar a algunos participantes a mostrar comportamientos irracionales e ineficientes. Es en estas circunstancias donde entran en juego los sesgos comportamentales y las finanzas conductuales.

---

<sup>1</sup>Consiste en las ya mencionadas transacciones efectuadas en base a información no disponible al público general, que a menudo resultan ventajosas para los inversores que la conocen y perjudican al resto. Acutalmente, el *insider trading* o uso de información privilegiada está penado por la ley en la mayoría de las jurisdicciones.

En *Thinking, Fast and Slow*, Kahneman (2011) describe el pensamiento humano como altamente intuitivo e influenciado por las asociaciones inherentes al surgimiento de un problema o decisión. A menudo, los individuos tienen excesiva seguridad en que su intuición no se equivoca, y la información que no surge automáticamente al pensar en el problema es a menudo desdeñada, considerándose tan sólo la intuitiva. Kahneman (2011) denomina este fenómeno WYSIATI (por sus siglas en inglés, *what you see is all there is*). La intuición juega una parte importante en la automatización de la toma de decisiones, también conocida como simplificación heurística. El proceso de toma de decisiones de manera automática e intuitiva, dejando de lado la racionalización y reflexión, funciona correctamente en otras áreas, pero la evidencia muestra sus deficiencias al aplicarse a la toma de decisiones de inversión (Hirshleifer, 2015).

A menudo, los sentimientos también influyen el análisis previo a las decisiones de inversión, pudiendo incluso cortocircuitarlo. Es el caso de situaciones de pánico en los mercados, en las que se producen estampidas de inversores aterrorizados. Otra circunstancia frecuente es la compra de activos de un determinado tipo o industria por entusiasmo del inversor y no en base al análisis de sus expectativas de retorno. Un tercer factor clave en la aparición de sesgos es la autoconfianza, relacionada con el autoengaño al creer que las propias capacidades son mayores de lo que realmente son. En otras palabras, construir expectativas en base a méritos propios cuando realmente dichos méritos no son tan notables o no tienen la influencia en el resultado esperada. Se ha observado una clara relación entre el exceso de confianza y la agresividad en las inversiones, lo cual provoca, por un lado, excesiva actividad de compraventa y menores beneficios, y por otro lado, infra diversificación. Ambos factores tienden a impactar negativamente en los beneficios (Hirshleifer, 2015).

Este último fenómeno se debe a que los sesgos comportamentales están relacionados con la afinidad sentida por un tipo de activo y con la confianza en la propia capacidad de decisión, además de con los patrones de comportamiento a la hora de comprar o vender. Por ejemplo, se ha observado que los inversores más sensibles a tendencias de precios pasadas o aquéllos que prefieren los activos locales por el simple hecho de serlo, tienden a mostrar menor diversificación en sus carteras (Goetzmann & Kumar, 2008).



Respecto al apunte previo sobre la existencia de participantes desinformados e inexpertos en los mercados, más propensos a comportamientos irracionales, es relevante el fenómeno conocido como “efecto rebaño”, que Park y Sabourian (2011) describen como la adopción de comportamientos gregarios por parte de los inversores provocando la compra o venta masiva de activos en los mercados financieros tras una señal de suficiente relevancia en esa dirección. En este caso, la motivación masiva para comprar o vender de los inversores involucrados no proviene de un proceso racional, sino que es desatado por factores como declaraciones públicas de personas influyentes. Así pues, podría entenderse como una forma de contagio social (Park & Sabourian, 2011).

### 3. DESARROLLO DEL ANÁLISIS

#### 3.1. Clase de activo elegida. Justificación.

Los valores de renta variable se negocian en mercados altamente líquidos, y por tanto con tendencia a ser eficientes a la hora de reflejar toda la información disponible públicamente. Dicha liquidez facilita a los inversores informados operar acorde con cada dato que reciben. Por lo general, existe una correlación positiva entre eficiencia y liquidez en los mercados. La eficiencia de los mercados está relacionada con la capacidad de los inversores para negociar y efectuar transacciones rápidamente y con bajo coste sin afectar notablemente a los precios, lo cual puede traducirse como elevada liquidez. Esta característica – la liquidez – no debe considerarse de manera aislada, sino que debe contemplarse en conjunción con otras características de los mercados, pues la correlación positiva entre liquidez y eficiencia tiene límites. Esto es debido a que excesiva liquidez puede reducir la transparencia y aumentar la fragmentación de los mercados (Fama, 1970).

Los mercados de valores de renta variable también reflejan las opiniones y expectativas colectivas, vinculadas por su carácter psicológico y social con la existencia de sesgos comportamentales. Todo ello puede acarrear un elevado grado de volatilidad. Ejemplo de ello son los comportamientos gregarios provocados por el conocido efecto rebaño, que pueden llevar a situaciones como la vivida a finales de los años 1990 o a mediados de los años 2000, con el estallido de sendas burbujas tecnológica e inmobiliaria (Malkiel, 2020). La entrada y salida masiva de inversores pueden llevar los precios a niveles muy por

encima de su valor razonable, y después dejarlos desplomarse hasta niveles mínimos con la caída de las expectativas y el miedo inculcado por la salida colectiva y masiva de los mercados. Todo ello sin necesidad de cambios radicales en el valor fundamental de las compañías, cuya decadencia financiera, en lugar de ser una causa, a menudo surge a raíz de estos movimientos.

Así pues, mientras que los mercados de renta variable son atractivos por sus potenciales beneficios, debe tenerse en cuenta que el retorno y el riesgo están directamente correlacionados. Una manera eficiente de cubrir ese riesgo no sistemático es, por tanto, la inversión en fondos cuyo subyacente sean acciones cotizadas. Estos reúnen, además de las cualidades propias de la renta variable entre las que destaca la elevada liquidez, el rasgo positivo de la diversificación, que elimina todo riesgo inherente a una sola empresa y permite sobrellevar tan sólo el riesgo sistemático resultante del movimiento de los mercados. Específicamente, existen evidencias que apuntan a los fondos indexados – aquellos que replican un índice en cuanto a composición y, por tanto, comportamiento – como mejor opción que los fondos gestionados activamente – aquellos cuyo gestor marca una estrategia de inversión que pretende superar la retribución de su comparable en el mercado (Bogle, 2017).

Otra característica de la renta variable a la que Malkiel (2020) atribuye importancia es la enorme variedad de empresas disponibles para los inversores en estos mercados, que permite adaptar las inversiones a las afinidades y apetito por el riesgo de cada inversor, así como a su nivel de conocimientos, y también permite ampliar la exposición a muy variados sectores e industrias en el mercado.

La decisión de invertir en renta variable a través de fondos de inversión simplifica también el proceso de decisión, que puede resultar complejo por la cantidad de información relevante que debe tenerse en cuenta, como particularidades de cada industria o los estados financieros de cada empresa. Invertir a través de fondos permite a los inversores participar en los mercados de manera eficiente y simple, por no requerir ampliar su conocimiento y perder tiempo en cada decisión, mientras se benefician de la diversificación con criterio gestionada por el propio fondo (Bogle, 2017).

En definitiva, la liquidez y la diversificación hacen de los fondos de renta variable un buen indicador del sentimiento de mercado y de la retribución esperada por los inversores de cada tipo de activo. Analizar su evolución puede proporcionar una imagen clara de las expectativas de los inversores de su participación en los mercados, y de lo que realmente ha sucedido.

Malkiel (2020) también menciona la importancia de observar específicamente valores de alta capitalización por su mayor estabilidad y menor riesgo. Adicionalmente, se caracterizan por su mayor visibilidad y generalmente constituyen una mejor referencia a la hora de analizar tendencias y el sentir general de los inversores que las acciones de empresas de menor tamaño (Malkiel, 2020).

### 3.2. Posibles posicionamientos de los inversores en los mercados.

De acuerdo con la literatura estudiada, existen multitud de factores que pueden condicionar la decisión de inversión de un participante en los mercados. A lo largo de los años, autores y académicos han estudiado las posibilidades de retorno que otorga a los inversores centrarse en unas u otras estrategias de inversión. Un ejemplo destacable de estrategias opuestas en el ámbito de la inversión activa son el contrarianismo y el momentum. Estas dos estrategias se analizarán a lo largo de las siguientes páginas por constituir un sencillo marco de observación de los beneficios esperados de posicionarse a favor – invertir en los activos más populares – o en contra de los mercados. Por la naturaleza opuesta de las dos estrategias, comprender los conceptos básicos que las sustentan aportará mayor claridad a las conclusiones que puedan extraerse tras observar los fondos seleccionados. Cabe destacar también la posibilidad de invertir de manera pasiva, siguiendo una estrategia consistente en comprar una serie de títulos y mantenerlos, sin contemplar sus fluctuaciones a corto plazo.

El contrarianismo es una estrategia de inversión acorde con la cual los inversores se centran en la adquisición de títulos infravalorados en base a métricas fundamentales como las ganancias, el valor en libros, flujos de caja o similares, evitando enfocarse meramente en factores como recientes bajadas de precio. De acuerdo con la literatura existente al respecto, los inversores que invirtiesen siguiendo esta estrategia podrían sacar partido a dicha infravaloración al corregirse ésta con el tiempo (Dreman, 1979).

La falta de concreción al mencionar el tiempo no es trivial, pues existen multitud de perspectivas, estudios empíricos y opiniones de académicos de reconocido prestigio respecto a los horizontes de inversión deseables para obtener retribución de una estrategia contraria al mercado.

Entre quienes abogan por aplicarlas en el largo plazo, es destacable el estudio llevado a cabo por Mebane T. Faber llamado “A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation”, publicado en 2007 en *The Journal of Wealth Management*. En este artículo, Faber expone cómo comprando diez de los activos con peor retorno anual en el mercado, y rebalanceando esta cartera pertinentemente, los inversores podrían obtener un retorno significativamente más elevado que utilizando una simple estrategia de comprar y mantener. Así pues, según Faber (2007), resultará notablemente más rentable invertir contra el mercado para aquellos inversores con un horizonte amplio siempre y cuando estén dispuestos a tolerar una menor retribución y mayor volatilidad en el corto plazo. Esto se debe a que el mercado precisa de un margen temporal para ajustar el precio al valor fundamental y eliminar la infravaloración de la que se aprovechan los inversores al posicionarse contra el mercado.

Entre los defensores de fijar el horizonte temporal en el corto plazo al adoptar estrategias contrarias al mercado, es destacable el estudio llevado a cabo por Qiwei Chen, Xiuping Hua y Ying Jiang (2018). En él se observan resultados notablemente mejores al posicionarse contra el mercado de renta variable chino en el corto plazo – fijando horizontes limitados a tres años – mientras que al ampliar el horizonte temporal estos resultados se desvanecen. A lo largo del estudio también se menciona el impacto de los sesgos comportamentales en los comportamientos de inversión de los participantes en los mercados chinos. En especial, se menciona el impacto del efecto rebaño, vinculado a la sobre-reacción responsable de precios extremos y por tanto a desviaciones notables de estos precios del valor fundamental de los activos. Ello supone un factor clave en la generación de oportunidades de inversión para quienes abogan por el contrarianismo como estrategia (Chen et al., 2018).

Respecto a la perspectiva opuesta, Narasimhan Jegadeesh y Sheridan Titman (1993) son considerados por muchos como los precursores de las estrategias momentum, definidas

como la compra de títulos con mejores resultados en el pasado y la venta de aquéllos con menor retorno – frecuentemente denominados como “ganadores” y “perdedores”, respectivamente – en un periodo de tiempo determinado. Algunas observaciones destacables incluyen el mejor comportamiento de los ganadores en una cartera en el corto plazo, y la recuperación de pérdidas de los perdedores en el largo plazo. Por otro lado, también se observa que el llamado “efecto momentum”, referido a la inercia existente en los mercados, es más notable en títulos con menor cobertura mediática y de analistas, sugiriendo que dicho efecto podría estar vinculado a la ineficiencia de los mercados (Jegadeesh & Titman, 1993).

Más allá del corto plazo, el efecto momentum ha sido también aplicado al largo plazo por autores como Gary Antonacci (2014). Según explica el académico, la manera óptima de aplicar una estrategia de inversión a favor del mercado es lo que él define como momentum dual: por un lado, la selección de inversiones en base a sus resultados superiores a los de activos comparables – proceso conocido como momentum de fuerza relativa – y, por otro lado, el intercambio de estos activos por valores defensivos en momentos en los que la clase de activo a la que pertenecen esté dando lugar a resultados inferiores – lo que se denomina momentum absoluto. Este enfoque permitiría a los inversores capturar los beneficios de una estrategia momentum manteniendo la protección frente a potenciales recesiones (Antonacci, 2014).

Cabe mencionar brevemente dos áreas de estudio vinculadas a estas perspectivas. Por un lado, su relación con la irracionalidad de los inversores, las finanzas conductuales y los sesgos comportamentales. Por otro, las posibilidades derivadas de la interacción entre ambas perspectivas, también explotadas por multitud de inversores y académicos dependiendo del contexto de mercado.

Entre los sesgos comportamentales que afectan a las estrategias momentum destaca el efecto rebaño, pues este puede potenciar la sobrevaloración o infravaloración de inversores que, en lugar de tomar decisiones informadas siguiendo estrategias momentum de manera fundada, se limitan a seguir a otros inversores (Kahneman, 2011). De este fenómeno se deriva la posibilidad de que la participación de inversores irracionales de acuerdo con patrones momentum pueda beneficiar a aquellos inversores que opten por estrategias contra el mercado, pues como se ha mencionado, se amplía su margen de

beneficio al provocar sobrevaloraciones e infravaloraciones vinculadas a desviaciones más extremas.

La sobreconfianza, por otro lado, puede jugar un rol negativo al hacer creer a inversores que cuentan con información suficiente para afirmar que será ventajoso posicionarse contra el mercado en una determinada situación, cuando realmente dicha información es insuficiente para tener certeza de ello. A raíz de sus estudios, Kahneman (2011) concluye que ambas estrategias – el contrarianismo y el momentum – son propensas a beneficiar a los inversores en el corto plazo, mientras que en el largo plazo los sesgos comportamentales pueden influenciarlas y, por tanto, nublar su potencial.

Sobre la interacción entre las inversiones a favor y en contra del mercado, se han observado potenciales beneficios de aplicar estrategias momentum en mercados al alza y estrategias contrarias al mercado en contextos a la baja. Así pues, el momentum positivo inherente a los mercados al alza permite sacar partido a las tendencias del mercado, potenciando los beneficios extraídos, mientras que invertir en títulos que han proporcionado retribuciones negativas en mercados en declive adoptando una estrategia contraria permite sacar partido a las pérdidas de valor. De todo ello se deriva que la combinación de ambas estrategias puede potenciar el retorno y optimizar el riesgo asumido en una cartera en el largo plazo, ya que exprime los beneficios de las tendencias alcistas mientras protege de posibles caídas (Antonacci, 2014).

Respecto a la estrategia de comprar y mantener, su diferenciación de las anteriores radica en su carácter pasivo, opuesto al de las dos estrategias descritas previamente las cuales constituyen ejemplos de gestión activa de inversiones. Malkiel (2020) hace referencia a esta distinción, definiendo la inversión activa como cualquier estrategia que implique un intento de batir al mercado mediante la selección meditada de activos con ese fin, y las estrategias pasivas como aquellas que implican la inversión en carteras diversificadas que se limiten a replicar el comportamiento del mercado, normalmente mediante la imitación de la composición de índices conocidos. El autor se halla entre los defensores de la inversión pasiva, la cual engloba la estrategia de comprar y mantener, definida como la compra de activos en una cartera diversificada y su mantenimiento durante periodos prolongados sin importar las fluctuaciones cortoplacistas en el mercado, minimizando los

costes de transacción y la carga fiscal asociados a la compraventa frecuente de valores (Malkiel, 2020).

### 3.3. Los fondos de inversión como objeto de estudio. Listado de fondos seleccionados.

La mayoría de los académicos que han estudiado el contrarianismo y el momentum se han centrado en títulos como son la renta variable y la renta fija, para después observar su impacto dentro de una cartera partiendo de una situación de sobrevaloración o infravaloración.

En este caso, como factor diferencial y por las cualidades que se han mencionado previamente respecto a la diversificación y sus beneficios, se observará el comportamiento de los mercados desde la perspectiva de los fondos de inversión como vehículo presuntamente gestionado de manera eficiente, y se intentarán alcanzar conclusiones sobre la eficiencia de invertir en aquellos con menos activos bajo gestión como carteras diversificadas con menor popularidad entre los inversores. Así pues, la métrica elegida para medir la popularidad de los fondos será la cifra total de activos netos.

Respecto al plazo de referencia en el que se llevará a cabo la observación, éste se ha fijado aproximadamente en diez años, debido a la falta de consenso general en cuanto al número de años u horizonte temporal óptimo para sacar partido a una estrategia a favor o contraria al mercado, y a la gran variedad de estudios que apuntan a momentos variados del corto plazo – desde meses – y del largo – hasta décadas. En definitiva, se ha considerado una década como horizonte neutral, suficientemente amplio para abarcar eventos de impacto global en los mercados y observar tendencias y reacciones. Teniendo todo ello en cuenta, la fecha de inicio de referencia para el estudio se ha establecido en el día 31 de diciembre de 2013. Además, para aumentar la relevancia práctica y de actualidad de dicho estudio, y también como factor diferencial de éste, se observarán fondos de inversión pertenecientes a la zona geográfica de la Eurozona.

Cabe destacar el hecho de que, durante el periodo estudiado, se dan eventos y condiciones de mercado de notable variedad. Entre los hechos remarcables destacan los siguientes:

- La crisis de deuda soberana que recientemente había azotado Europa – en especial a los países del sur de la región – al inicio del periodo.
- El periodo de recuperación económica y bonanza entre 2016 y 2019 tras la crisis financiera global, y la influencia de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo – con tipos de interés negativos y medidas de expansión cuantitativa.
- Por último, la crisis sanitaria provocada por la pandemia de la COVID-19 entre 2019 y 2021, los problemas y disrupciones ocasionados en las cadenas de valor y la influencia de la guerra de Ucrania en la subsecuente crisis energética de 2022.

Hechos de tan elevada relevancia e influencia en los mercados globales ponen en especial valor el periodo de estudio seleccionado.

Los fondos elegidos son veinte, diez de ellos los considerados más populares de la Eurozona a 31 de diciembre de 2013 por ser los que contaban con mayor cantidad de activos en esa fecha, y los diez restantes por haber sido los menos populares por esa misma métrica en esa fecha. Cabe destacar que se han excluido fondos creados de 2010 en adelante debido a que su reciente creación podría alterar la relevancia de su tamaño, permitiendo así a los fondos seleccionados un margen mínimo de cuatro años para haber iniciado su trayectoria.

En las Tablas 1 y 2 se detallan las principales características de estos fondos, incorporados en orden descendente por su cantidad de activos totales a 31 de diciembre de 2013, o el próximo día del cual existan datos en su defecto. Los datos referidos a cada uno de los veinte fondos que se incluyen a continuación se han obtenido de la base de datos Bloomberg (2023). Para mayor información, el lector puede dirigirse al Anexo VI, donde se halla en forma de listado un resumen descriptivo más detallado de cada uno de los fondos.



### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LOS MAYORES 10

Fondo	País de registro	Año de creación	AUM 2013 (M de €)	AUM 2023 (M de €)	Estrategia de inversión
Credit Suisse Index Fund – CSIF CH Equity EMU	Suiza	2003	2.500	590	Inversión en renta variable de gran capitalización
UniEuroAktien	Alemania	1998	1.800	2.200	Inversión en valores de crecimiento negociados en grandes bolsas
EdR SICAV – Tricolore Rendement	Francia	1998	1.600	740	Apreciación de capital
UniNachhaltig Aktien Europa	Luxemburgo	1998	1.500	1.600	Inversión de acuerdo con criterios ESG
BNP Paribas Best Selection Actions Euro ISR	Francia	2004	1.200	1.000	Apreciación de capital a medio plazo
Lazard Alpha Euro SRI	Francia	2005	770	1.000	Inversión en renta variable de gran capitalización
Euro Valeur ISR M	Francia	1999	750	440	Inversión en renta variable, especialmente francesa
HSBC Global Investment Funds – Euroland Value	Luxemburgo	2003	730	300	Apreciación de capital a largo plazo
Allianz Valeurs Durables	Francia	1991	670	800	Inversión a medio y largo plazo en compañías socialmente responsables
UFF Avenir Euro Valeur	Francia	1988	575	400	Inversión en renta variable, especialmente francesa

*Tabla 1. Características principales de los Mayores 10.*

*Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.*

## CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LOS MENORES 10

Fondo	País de registro	Año de creación	AUM 2013 (M de €)	AUM 2023 (M de €)	Estrategia de inversión
State Street EMU ESG Screened Equity Fund (EUR)	Luxemburgo	2009	17	23,6	Réplica del índice MSCI EMU
Gaspal Gestion - Euro Opportunités (EUR)	Francia	2004	15	22	Réplica del índice EuroStoxx 50
LBPAM Actions Dividendes Euro (EUR)	Francia	2009	14,5	148	Réplica del índice MSCI EMU High Dividend
Liberty European Stock Market FI (EUR)	España	2001	11,2	21	Réplica del índice Dow Jones Euro Stoxx 50
CPR Asset Management- Carac Actions Euro (EUR)	Francia	2008	11,19	14,35	Réplica del índice MSCI EMU NR
Fon Fineco Eurolider FI (EUR)	España	1998	8	12	En la actualidad ha pasado a invertir en deuda soberana. Preservación de capital.
Dux Renta Variable Europea FI (EUR)	España	2005	7,3	9	Apreciación de capital a largo plazo
Optimum Gestion - Optimum Actions (EUR)	Francia	1999	5,7	42	Búsqueda de retribución superior al mercado
Bankinter Eficiencia Energetica y Medioambiente FI (EUR)	España	2001	4,3	34	Apreciación de capital mediante la inversión en renta variable del sector energético
Intermoney Variable Euro FI (EUR)	España	2001	3,75	22	Acumulación de capital

*Tabla 2. Características principales de los Menores 10.*

*Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.*

**TABLA DE ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LOS 20 FONDOS**

<b>Fondo / Estadístico descriptivo</b>	<b>Retorno medio (semanal, 1A)</b>	<b>Desviación típica (semanal, 1A)</b>	<b>Máxima caída (1A)</b>	<b>Máximo incremento (1A)</b>	<b>Asimetría</b>	<b>Curtosis</b>
Credit Suisse Index Fund – CSIF CH Equity EMU	15,6	18,01	-17,26	29,41	0,11	-0,37
UniEuroAktien	9,12	16,91	-15,45	19,69	0,01	-0,18
EdR SICAV – Tricolore Rendement	14,86	17,77	-15,72	28,31	-0,23	-0,35
UniNachhaltig Aktien Europa	10,34	15,74	-15,1	21,68	0	-0,14
BNP Paribas Best Selection Actions Euro ISR	16,11	18,72	-16,99	28,99	0,21	-0,32
Lazard Alpha Euro SRI	21,19	18,5	-16,25	33,32	-0,04	-0,47
Euro Valeur ISR M	15,78	18,65	-17,8	30,42	0,11	-0,33
HSBC Global Investment Funds – Euroland Value	1,01	16,83	-19,88	31,01	-0,6	0,3
Allianz Valeurs Durables	14,01	18,25	-17,75	27,52	0,07	-0,24
UFF Avenir Euro Valeur	14	18,64	-18,44	29,65	0,12	-0,33
State Street EMU ESG Screened Equity Fund (EUR)	1,54	16,61	-19,89	29,43	-0,23	-0,41
Gaspal Gestion - Euro Opportunités (EUR)	2	16,37	-17,71	25,71	-0,47	-0,39
LBPAM Actions Dividendes Euro (EUR)	3,2	14,67	-16,4	26,97	-0,23	0,16
Liberty European Stock Market FI (EUR)	6,68	18,26	-17,04	30,97	0,03	-0,6
CPR Asset Management-Carac Actions Euro (EUR)	2,24	17,2	-18,42	28,86	-0,13	-0,46
Fon Fineco Eurolider FI (EUR)	7,37	9,59	-9,44	14,85	0,08	-0,58
Dux Rent Variable Europea FI (EUR)	15,2	17,41	-17,28	27,74	-0,26	0,78
Optimum Gestion - Optimum Actions (EUR)	1,28	20,55	-20,66	19,01	0,25	0,01
Bankinter Eficiencia Energetica y Medioambiente FI (EUR)	-2,57	22,31	-22,61	20,57	0,37	-0,24
Intermoney Variable Euro FI (EUR)	17,09	17,2	-16,04	29,52	-0,02	-0,4

*Tabla 3. Tabla de estadísticos descriptivos de los 20 fondos.*

*Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.*

Al observar los fondos que integran las Tablas 1 y 2, se procurará extraer conclusiones relevantes sobre su comportamiento vinculadas con la utilidad de haberse posicionado a favor de los mercados – invirtiendo en los fondos más populares en el momento – o en contra de éstos – decidiéndose por los menos importantes.

De probarse cierto lo primero, invertir en los fondos más populares en el momento podría considerarse mejor estrategia que posicionarse contra el mercado. En ese caso, fuertes entradas y altas rentabilidades pasadas podrían considerarse una buena señal de cara a los inversores, lejos de constituir una señal de ineficiencia o sobrevaloración, en línea con las propuestas de las estrategias momentum. En el caso de comprobar lo segundo, podría concluirse que una posición contraria al mercado en la elección de fondos da resultados por encima de una estrategia a favor de éstos. Así pues, la combinación de fuertes entradas netas y elevados valores en el pasado podrían interpretarse como un indicador de sobrevaloración que se habría corregido en el plazo observado, disminuyendo el retorno obtenido por los inversores en los fondos más populares.

En la Tabla 3 se proporciona al lector información sobre los principales estadísticos descriptivos de los 20 fondos que puede resultar útil como referencia por su valor ilustrativo. En los casos en que la información de Bloomberg (2023) lo ha permitido, las cifras marcadas en verde, amarillo o rojo indican con su color el comportamiento del fondo respecto al índice que replican. Los valores en rojo representan cifras menores que las presentadas por el índice, mientras que las cifras en verde representan un valor por encima del ofrecido por el índice. Los valores en amarillo hacen referencia a valores que han igualado el resultado del índice. Cabe destacar que un valor superior o inferior al obtenido por el índice no representa necesariamente una buena o mala característica de manera general. Mientras que, a modo de ejemplo, generalmente es deseable un retorno superior y una desviación típica inferior por optimizar la relación entre riesgo y retorno, todos los estadísticos deberán contemplarse en comparación con otras características de cada fondo, y teniendo en consideración el perfil y necesidades del inversor a la hora de decidirse por un activo.

### 3.4. Observación, descripción y análisis de los fondos.

A lo largo de las siguientes páginas se procederá a realizar un análisis descriptivo de la trayectoria de los diez mayores y diez menores fondos según sus activos bajo gestión en la Eurozona a partir del día 31 de diciembre de 2013 y hasta marzo de 2023. Para ello, se ha utilizado información extraída de la base de datos Bloomberg (2023), con cuyas herramientas se han elaborado gráficos considerados ilustrativos para el estudio.

Existen una serie de motivos por los cuales la métrica de popularidad seleccionada para el estudio son los activos bajo gestión.

En primer lugar, los activos bajo gestión son una métrica estable en comparación con otras como los flujos de entrada y salida. Esto es debido a la influencia más limitada de eventos puntuales a corto plazo, del sentimiento de mercado u otros factores que no necesariamente sean indicativos de la popularidad a mayor plazo del fondo, y que podrían sesgar la selección por su momentaneidad. Por otro lado, se buscará determinar la naturaleza de la relación entre riesgo y retorno, por lo cual conocer con mayor detalle el nivel de estabilidad del fondo a la par que el retorno proporcionado al inversor resultará ilustrativo para el análisis.

Adicionalmente, seleccionar los fondos por sus activos bajo gestión puede servir para diferenciar entre dos nichos de mercado que aúnan a inversores con mayor y menor aversión al riesgo, lo cual, hasta cierto punto, está positivamente correlacionado con el nivel de conocimientos y experiencia en materia financiera. Esto permitiría comprobar si realmente la participación de inversores con menor información y mayor tendencia a sufrir sesgos comportamentales impacta negativamente en el retorno obtenido. Todo ello se debe en cierta medida al nivel de confianza que proporciona el fondo al inversor: un fondo con mayores activos bajo gestión tendrá, por lo general, mayor capacidad para perseguir oportunidades de inversión, por lo que observar esta métrica revelará si los inversores valoran esta resiliencia y seguridad frente a las oportunidades de crecimiento que pueda ofrecerles un nicho de mercado menos explotado – un fondo menos popular y con menos recursos para adaptarse al mercado y perseguir nuevas oportunidades.

Otro motivo de peso relacionado con el anterior es el hecho de que los activos bajo gestión de un fondo tienen, en cierta medida, influencia en la reputación que éste tiene: de un fondo de gran tamaño cabe esperar una reputación de confiable, mientras que los fondos pequeños tenderían a inspirar mayor desconfianza entre inversores con mayor aversión al riesgo y menor experiencia en los mercados. En definitiva, se trata de un motivo más por el cual puede resultar una buena manera de discernir entre fondos en los que invierten aquellos inversores con mayor aversión al riesgo o menor experiencia, mientras que los pequeños podrían ser un nicho de mercado que concentrase inversores experimentados en busca de mayor retribución vinculada a un mayor riesgo. Por tanto, supondría un buen modo de comprobar si, efectivamente, posicionarse contra los activos más comúnmente negociados da lugar a un mayor retorno para el inversor, y si realmente el impacto de la intervención en los mercados de inversores irracionales o peor informados es significativo.

El primer factor relevante objeto de estudio es la evolución de los activos bajo gestión de los fondos de ambos grupos, que de ahora en adelante se denotarán como “Mayores 10” – los diez fondos con mayor cantidad de activos a 31 de diciembre de 2013 – y “Menores 10” – los diez menores fondos por ese mismo criterio.

El fin de los siguientes dos gráficos es evidenciar los diferentes grados de estabilidad en el tamaño de los activos bajo gestión (AUM), y consiguientemente la menor volatilidad de los vehículos de mayor tamaño y de los que se espera mayor confiabilidad. La Figura 1<sup>2</sup> muestra la evolución de la cifra de activos bajo gestión a lo largo del periodo para los Mayores 10. El eje Y muestra dichas cifras en millones de euros, mientras que el eje X hace referencia a la variable temporal.

---

<sup>2</sup> En el Anexo I se encuentra una réplica a mayor escala para mayor facilidad de lectura.

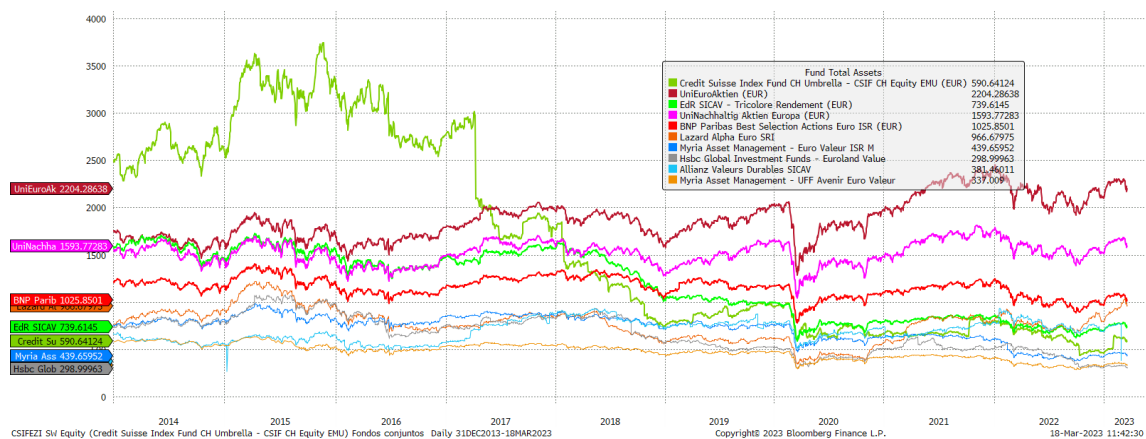


Figura 1. Evolución de los activos bajo gestión de los Mayores 10 en el periodo estudiado.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

En líneas generales, los detalles más destacables están vinculados con la estabilidad de sus valores. Efectivamente, el tamaño de los fondos sufre poca variación en la mayoría de los casos, exceptuando uno de los fondos. En el caso particular este fondo – el fondo indexado gestionado por Credit Suisse – el notable descenso al inicio de 2017 podría estar relacionado con el tumulto interno y los escándalos en los que el banco suizo estuvo implicado durante los años previos, que llevó a la empresa a un proceso de reestructuración interna y dio comienzo una época de declive para la firma (Walker & Morris, 2023)<sup>3</sup>. Omitiendo la particularidad de este fondo, al considerarlos conjuntamente, la similitud de sus fluctuaciones es claramente observable. A modo de ejemplo, la más observable de estas fluctuaciones es la vinculada a la pandemia global por la COVID-19, concretamente a lo largo del primer cuatrimestre del año, cuando se declararon los confinamientos y se alteraron los flujos de personas y bienes a nivel global. Hablamos, pues, de riesgo sistemático inherente a los mercados y no diversificable por los fondos y que por tanto tiende a afectar a todos aquellos expuestos a la gran cantidad de sectores afectados, en este caso impactándolos de manera similar.

La Figura 2<sup>4</sup> muestra los mismos datos relativos a los Menores 10.

<sup>3</sup> Para ampliar la información sobre la trayectoria del gran banco suizo y los escándalos en los que estuvo involucrado durante la pasada década, se recomienda al lector el artículo de Financial Times “Credit Suisse: the rise and fall of the bank that built modern Switzerland”, por Owen Walker y Stephen Morris (2023).

<sup>4</sup> En el Anexo II se encuentra una réplica a mayor escala para mayor facilidad de lectura.

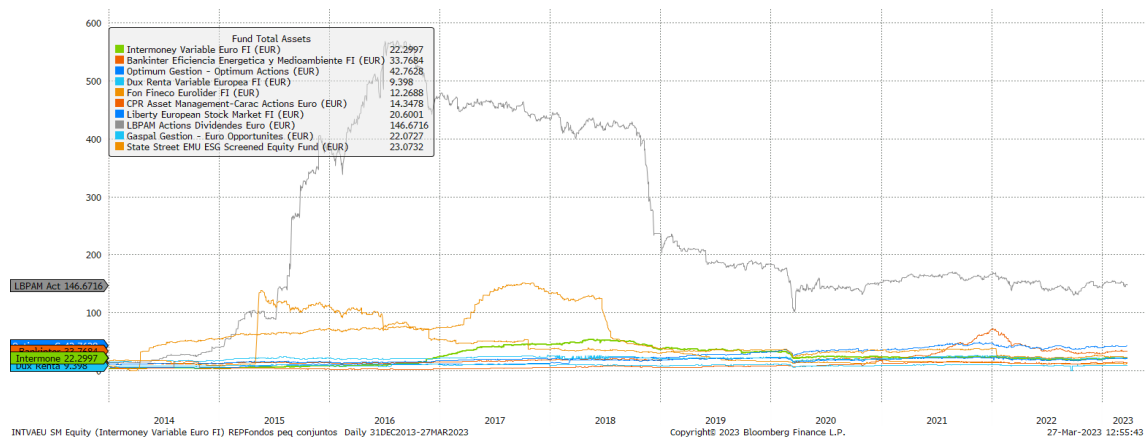


Figura 2. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

La mayor diferencia entre ambos gráficos es el nivel de homogeneidad en la evolución. A continuación pueden observarse en una tercera gráfica<sup>5</sup> las evoluciones de los activos bajo gestión de nueve de los diez menores fondos, excluyendo la evolución de LBPAM Actions Dividende Euro para conseguir una visión más ilustrativa de los nueve fondos restantes al permitir ajustar la escala.

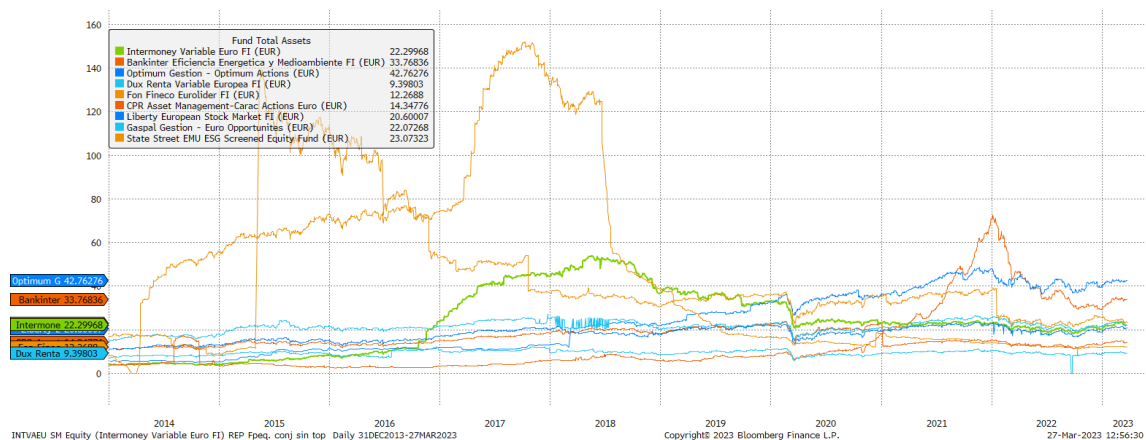


Figura 3. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado (excluyendo LBPAM Actions Dividende Euro-ID).

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Las Figuras 2 y 3 muestran una inestabilidad mucho mayor en los valores de los fondos, lo cual, mientras que puede deberse a inyecciones de capital o fluctuaciones en los precios, hace de estos fondos vehículos de inversión con una proyección de futuro menos

<sup>5</sup> En el Anexo III se encuentra una réplica a mayor escala para mayor facilidad de lectura.



visible y confiable, a la vez que su menor tamaño los convierte en activos menos resilientes ante potenciales eventos negativos.

Mientras que la inestabilidad y las fluctuaciones que puedan observarse en el gráfico no son explicativas en sí mismas del riesgo inherente a los fondos, ni de manera individual ni en su conjunto, las tendencias sustancialmente diferentes de los dos gráficos apuntan que sí existe una notable diferencia en cuanto a estabilidad, y a una necesidad de profundizar en la información. Con este fin, un análisis de riesgo – retorno puede resultar ilustrativo para observar qué clase de impacto se espera que puedan tener determinados factores en el retorno y en el valor de cada fondo.

Los tres ratios que se utilizarán para el análisis son Beta, previamente definida, y los ratios de Sharpe y Sortino. Los motivos por los que se han elegido estos ratios incluyen la amplia disponibilidad, su valor descriptivo y la simplicidad de su interpretación.

El ratio de Sharpe puede definirse como el exceso de retorno obtenido por unidad de riesgo asumido, siendo este riesgo medido por la desviación típica del retorno. Es una medida de retribución ampliamente aceptada en las finanzas internacionales, permitiendo a los inversores comparar el retorno ajustado al riesgo asumido entre diferentes posibilidades de inversión. La fórmula para calcularlo es la siguiente (Bodie et al., 2018):

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

$R_p$  = Rendimiento esperado de la cartera.

$R_f$  = Tasa de interés sin riesgo.

$\sigma_p$  = Desviación típica del rendimiento de la cartera.

El ratio de Sortino se define como el ratio del exceso de retorno de una cartera sobre el mínimo retorno aceptable por el inversor, dividido por la desviación típica negativa del retorno. Así pues, se trata de una medida de retribución ajustada al riesgo pero, a diferencia del ratio de Sharpe, se centra tan sólo en el riesgo de obtener retorno negativo, mediante la inclusión en la fórmula únicamente de las desviaciones negativas. La fórmula para calcularlo es la siguiente (Maginn et al., 2007):

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{R_p - R_{\min}}{\sigma_d}$$

$R_p$  = Rendimiento esperado de la cartera.

$R_{\min}$  = Rendimiento mínimo aceptable para el inversor o tasa crítica de rentabilidad.

$\sigma_d$  = Desviación típica negativa del rendimiento de la cartera.

La observación de los valores medios de Beta, el ratio de Sharpe y el ratio de Sortino para ambos grupos de fondos permite extraer una conclusión llamativa. Las Tablas 4 y 5 los muestran a continuación:

<b>Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Mayores 10</b>			
<i>Fondo / Ratios (1 año, semanal)</i>	<i>Beta</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Sortino</i>
Credit Suisse Index Fund CH Umbrella - CSIF CH Equity EMU	1,00	0,81	1,22
UniEuroAktien	0,88	0,48	1,20
EdR SICAV - Tricolore Rendement	0,98	0,78	0,96
UniNachhaltig Aktien Europa	NA	0,60	1,16
BNP Paribas Best Selection Actions Euro ISR	1,03	0,81	1,22
Lazard Alpha Euro SRI	1,00	1,10	1,04
Myria Asset Management - Euro Valeur ISR M	NA	0,80	1,13
Hsbc Global Investment Funds - Euroland Value	0,89	0,00	0,81
Allianz Valeurs Durables SICAV	1,00	0,72	1,20
Myria Asset Management - UFF Avenir Euro Valeur	NA	0,70	1,10
<b>Valor medio</b>	<b>0,97</b>	<b>0,68</b>	<b>1,104</b>

Tabla 4. Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Mayores 10.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

<b>Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Menores 10</b>			
<i>Fondo / Ratio (1 año, semanal)</i>	<i>Beta</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Sortino</i>
State Street EMU ESG Screened Equity Fund	0,92	0,03	0,88
Gaspal Gestion – Euro Opportunities	NA	0,06	0,89
LBPAM Actions Dividende Euro	NA	0,15	0,86
Liberty European Stock Market FI	1,00	0,31	1,13
CPR Asset Management – Carac Actions Euro	NA	0,07	0,97
Fon Fineco Eurolider FI	NA	0,67	1,10
Dux Renta Variable Europea FI	0,80	0,82	0,98
Optimum Gestion - Optimum Actions	NA	0,02	1,10
Bankinter Eficiencia Energetica y Medioambiente FI	NA	-0,16	1,21
Intermoney Variable Euro FI	0,87	0,94	1,01
<b>Valor medio</b>	<b>0,897</b>	<b>0,291</b>	<b>1,013</b>

Tabla 5. Valores de los ratios Beta, Sharpe y Sortino para los Menores 10.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Como puede apreciarse, el valor medio de Beta – como medida de correlación con el mercado – y el del ratio de Sortino – como retribución del riesgo de cambios negativos – son ligeramente menores entre los Menores 10. No obstante, la diferencia en el valor medio del ratio de Sharpe de ambos grupos es notablemente más pronunciada.

Esta observación es relevante debido a su poder explicativo de la relación entre riesgo y retorno de ambos grupos de fondos.

Si el ratio de Sortino indica la retribución al riesgo negativo, un ratio con un valor relativamente elevado indica que el activo ofrece protección al inversor frente a posibles declives en su valor. Dicho en otras palabras, y justificándolo con la fórmula visto previamente, el exceso de retorno por encima del mínimo aceptable es suficientemente elevado para cubrir las desviaciones negativas en el valor del activo.

Ahora bien, al combinar este hecho con un ratio de Sharpe relativamente reducido, la interpretación varía, pues esto último implica que el activo ofrece escasa retribución para el inversor frente a las variaciones en su valor, ya sean al alza o a la baja. Al vincular esta

información con la fórmula del ratio de Sharpe, puede entenderse que el retorno adicional esperado de la cartera frente a una cartera sin riesgo es reducido.

Mientras que la protección frente a declives en el valor combinada con escaso potencial al alza puede representar un perfil deseable para activos como la renta fija, los inversores en renta variable requieren, por lo general, posibilidades de retorno adicional para estar dispuestos a asumir el riesgo que supone la volatilidad de esta clase de activo. La conclusión que puede extraerse de ello es por tanto que, en este sentido y para la mayoría de inversores, hubiese sido mejor opción invertir en los Mayores 10, pues su protección frente a declives de valor – derivada del valor del ratio de Sortino – es similar, mientras que el ratio de Sharpe es mucho mayor, ofreciendo mayor retribución del riesgo asumido.

Una vez llevado a cabo el análisis de riesgo - retorno, resulta interesante observar las cifras de retorno propias de ambos grupos y su trayectoria desde 2013.

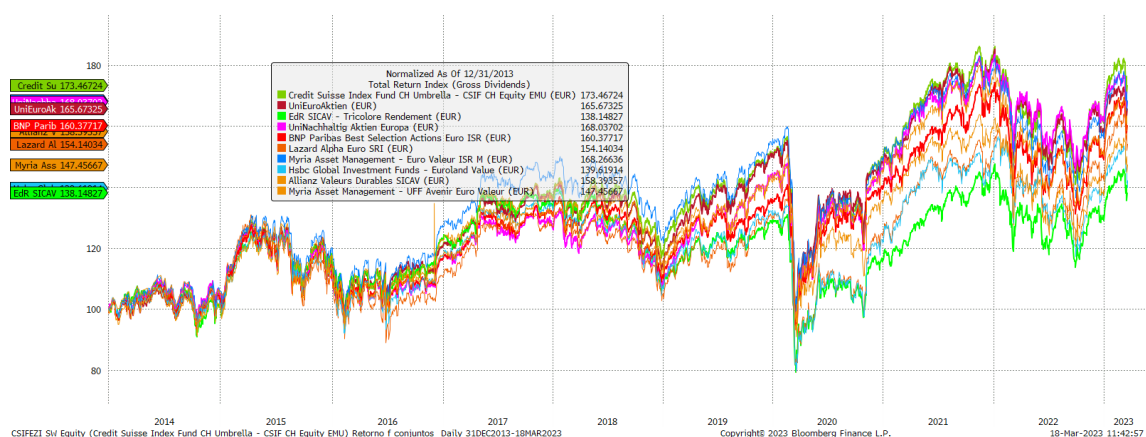


Figura 4. Evolución del retorno de los Mayores 10 en el periodo estudiado.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

En la Figura 4<sup>6</sup> pueden observarse las trayectorias en el retorno de los Mayores 10. Se ha considerado oportuno normalizar los datos para mayor comparabilidad y facilidad de interpretación. Puede observarse cómo, de manera parecida a la evolución de la variable de activos bajo gestión, las trayectorias de la variable retorno son relativamente homogéneas y oscilan en rangos similares, se ven afectadas en los mismos momentos, y a niveles parecidos – presumiblemente por los mismos factores.

<sup>6</sup> En el Anexo IV se encuentra una réplica a mayor escala para mayor facilidad de lectura.

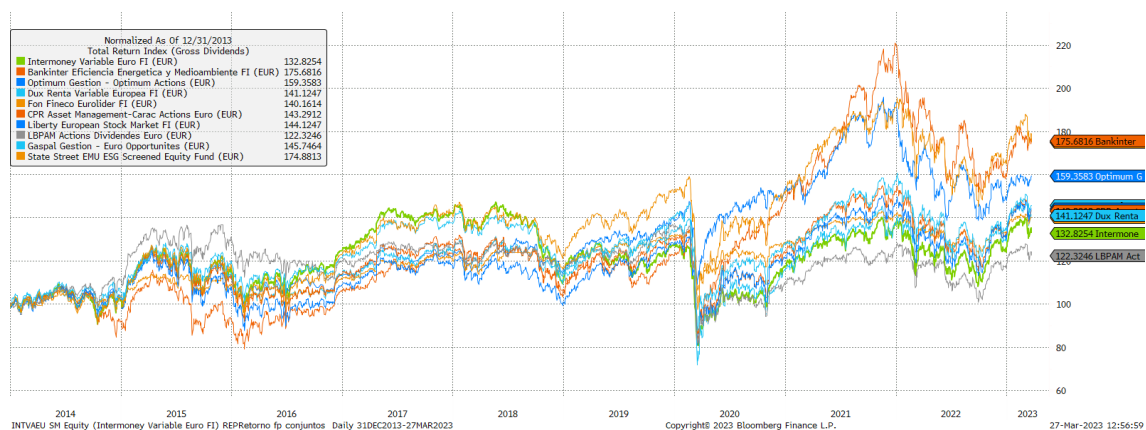


Figura 5. Evolución del retorno de los Menores 10 en el periodo estudiado.

Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Resulta ilustrativo comparar las figuras 4 y 5<sup>7</sup>. En esta última se ven representadas las trayectorias de retorno durante los últimos diez años de los Menores 10, también en formato normalizado para mayor facilidad de comparación. Resulta llamativa la menor homogeneidad y la mayor volatilidad en el retorno de estos activos. Mientras que los que muestran mayor crecimiento han duplicado en momentos determinados su valor, en la actualidad sus valores normalizados se hallan en rangos similares a los valores mostrados por los Mayores 10. Sin embargo, los que peor evolución han mostrado en términos de incremento del retorno para el inversor se hallan en valores relativamente más cercanos al inicial, implicando un menor incremento de valor para el inversor.

Estas observaciones permiten extraer conclusiones en línea con las obtenidas a raíz del análisis de activos bajo gestión y de los ratios de Sharpe y Sortino: en términos de riesgo - retorno, los inversores de los Mayores 10 han gozado de una mayor estabilidad (menor volatilidad) y han batido las cifras de retorno de los Menores 10 (por tener en conjunto valores máximos similares y valores mínimos superiores).

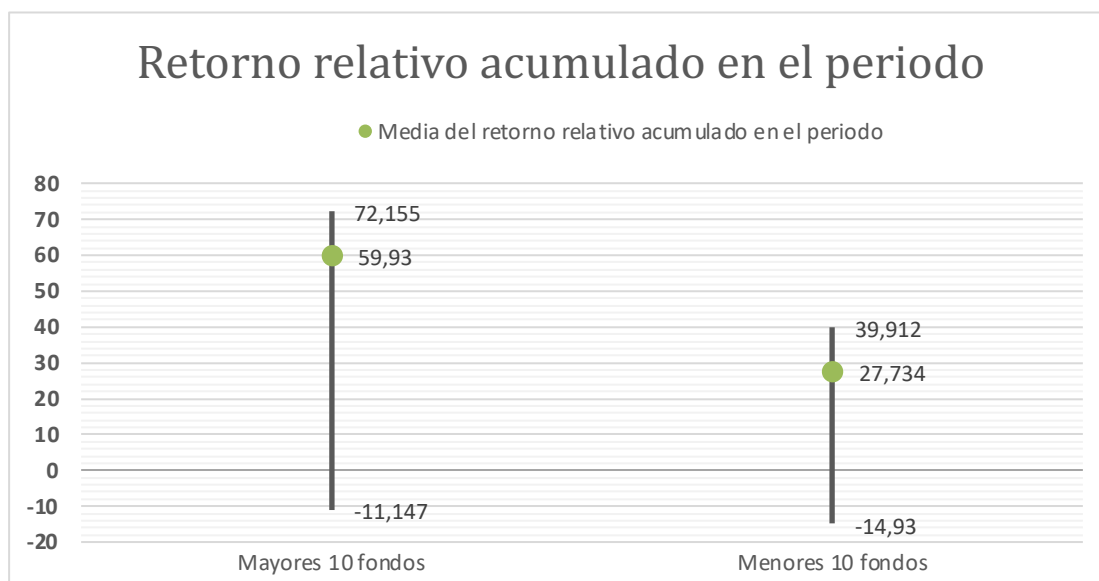
Finalmente, un tercer análisis relevante que puede realizarse es el del retorno acumulado en el periodo.

<sup>7</sup> En el Anexo V se encuentra una réplica a mayor escala de la Figura 5 para mayor facilidad de lectura.

En el Anexo VII se hallan los gráficos que muestran la evolución completa del retorno acumulado para los inversores a lo largo de los diez años de cada uno de los veinte fondos. Las cifras, de carácter continuo a lo largo de la década, representan el retorno que habría obtenido un inversor al abandonar el activo en un momento dado a lo largo del periodo, si éste hubiese invertido en ese fondo a 31 de diciembre de 2013 y mantenido su inversión hasta el momento en cuestión. El gráfico a continuación ofrece una visión sintetizada y simplificada de toda la información ofrecida por los veinte gráficos de retorno relativo observables en el Anexo VII. En él se agrupan los veinte fondos en Mayores y Menores 10, y se muestran los valores medios en el periodo para las tres variables observadas.

En el eje de ordenadas (Y) se mide en términos relativos el retorno acumulado para los inversores desde 2013. En el eje de abscisas (X), se observan los dos grupos de fondos. En las dos líneas verticales que relacionan retorno y los grupos de fondos, quedan representadas las siguientes tres variables:

- En su límite superior se observa el valor máximo que ha tenido el retorno acumulado (en porcentaje) a lo largo del periodo, en forma de media de los Mayores 10 o de los Menores 10.
- En su límite inferior se observa el valor mínimo que ha tenido el retorno acumulado – en este caso, pérdidas acumuladas, también en porcentaje – a lo largo del periodo, en forma de media de los Mayores 10 o de los Menores 10.
- El marcador verde en cada línea muestra el valor medio en el periodo del retorno acumulado de los 10 fondos de ambos grupos (también en porcentaje y como media de los 10 fondos de cada grupo).



*Figura 6. Retorno relativo acumulado en el periodo: cifra media del valor medio, máximo y mínimo observados en cada grupo de fondos.*

*Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.*

En primer lugar, puede observarse el valor máximo del retorno relativo acumulado en el periodo, reflejado en el extremo superior de cada una de las líneas verticales. En este caso, el valor máximo medio del retorno para el inversor en los Mayores 10 (un 72,155% de su inversión inicial) se encuentra un 32,24% por encima del de los Menores 10 (un 39,91% de su inversión inicial).

En segundo lugar, puede observarse el valor mínimo del retorno relativo acumulado en el periodo, reflejado en el extremo inferior de cada una de las líneas verticales. En este caso, este valor se encuentra un 3,78% por debajo en los Menores 10 (pérdidas por valor del 14,93% de su inversión inicial) respecto de los Mayores 10 (pérdidas por el 11,147% de su inversión inicial).

Finalmente, el valor medio del retorno relativo acumulado en el periodo, interpretado por el punto en cada una de las líneas verticales. Este valor, en el caso de los Mayores 10 (ganancias del 59,93% de su inversión inicial), se halla un 32,2% por encima de los Menores 10 (ganancias del 27,73% de su inversión inicial).

Pueden extraerse múltiples conclusiones a raíz de la descripción de este gráfico. Las más relevantes incluyen, por un lado, la obviedad de que las tres variables tienen un valor

superior en el caso de los Mayores 10. Esto es deseable para cualquier inversor que persiguiese maximizar su retorno, pues implica que la retribución que habría obtenido hasta la fecha, de haber invertido en 2013, sería con mayor probabilidad superior si su elección hubiesen sido los Mayores 10. Por otro lado, el gráfico permite confirmar la información proporcionada por el análisis de los tres ratios: un ratio de Sortino similar limita las posibles pérdidas – dando lugar a valores mínimos relativamente similares – mientras que un ratio de Sharpe notablemente más elevado en el caso de los Mayores 10 apunta a un potencial al alza mayor.

Puede observarse además que la media del retorno acumulado se encuentra más cerca del valor máximo en el caso de los Mayores 10, lo cual implica resultados más positivos en más ocasiones o, al menos, más cercanos al valor máximo obtenido. Una posible interpretación de este hecho es la mayor explotación del potencial de los fondos, o dicho de otra manera, más oportunidades para los inversores de abandonar sus inversiones con retorno más positivo. No obstante, también podría interpretarse que las desviaciones negativas han sido en más casos valores atípicos de carácter extremo, ocasionando pérdidas relativas mayores para los inversores que hubiesen abandonado la inversión en los Mayores 10 en ese momento. En otras palabras, al llevar más retorno positivo acumulado, podrían haber tenido más que perder y el impacto habría sido mayor. Esta mayor profundidad del impacto de situaciones extremas puede apreciarse también en los gráficos anteriores, que reflejan la evolución de los activos bajo gestión y el retorno de ambos grupos de fondos. En ambas variables, el grupo de los Mayores 10 muestra una disrupción mayor tras eventos negativos que la que muestran los Menores 10. Un ejemplo que muestra claramente este fenómeno es la situación vivida globalmente y en gran parte de los mercados en 2020. La conclusión que puede extraer de esto es, por tanto, la confirmación de que las situaciones extremas han provocado mayores pérdidas de valor relativas a los Mayores 10. No obstante, mientras que esto ha supuesto una disrupción en el momento de los hechos, los fondos han retornado a sus niveles previos de retribución y, a la larga, su comportamiento no se ha visto alterado y su retribución para el inversor ha seguido siendo mayor.

Una posible causa de este último fenómeno – el impacto más pronunciado de determinados eventos negativos – podría ser que, al ser los Mayores 10 fondos más populares, sus fluctuaciones puedan estar vinculadas con el efecto rebaño. Es decir,



mientras que quienes plantean sus estrategias de inversión acorde con patrones momentum lo hacen de manera informada y con base en conocimientos y planes de futuro, hay quienes se limitan a seguir a estos inversores, al tender a decidirse por los activos más populares. Estos últimos inversores, quienes tienden a decidir sin una base sólida de información, se hallan entre los protagonistas predilectos de las estampidas de mercado. Como ya se ha mencionado previamente, éstas tienden a potenciar las tendencias negativas en los mercados a la baja, afectando a los inversores que abogan por estrategias momentum y, a menudo, favoreciendo a quienes adoptan estrategias contra el mercado. Esto se confirma al observar que aquellos inversores que hubiesen adoptado la estrategia de invertir en fondos menos populares – contra el mercado – se hubiesen visto menos afectados en el corto plazo en situaciones como la vivida durante la pandemia global provocada por la COVID-19 en 2020.

#### 4. CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

##### 4.1. Conclusiones principales del estudio.

Las principales conclusiones del análisis realizado a lo largo de estas páginas apuntan a que, de acuerdo con la información estudiada, hubiese sido más ventajoso optar por los vehículos de inversión más populares – en base a la métrica de popularidad de activos totales bajo gestión – en el periodo en cuestión.

Los motivos que apoyan esta conclusión son varios. Por un lado, la menor volatilidad de los activos bajo gestión en el grupo de los mayores diez fondos, a la cual se añade la homogeneidad observable en sus fluctuaciones como grupo, que han sucedido de manera similar a lo largo de los diferentes eventos y ciclos globales en los últimos diez años. Esto podría apuntar a la presencia de menor riesgo diversificable y a la mayor resiliencia por su mayor dotación de recursos para afrontar situaciones adversas.

Por otro lado, también podría considerarse un rasgo más ventajoso para los inversores el mayor potencial al alza mientras se mantiene una protección ante potenciales pérdidas de valor similar. Esta conclusión se deduce del análisis y comparación entre ambos grupos de tres ratios relevantes: Beta, el ratio de Sharpe y el ratio de Sortino.

Mientras que el estudio realizado a lo largo de estas páginas se basa en una muestra concreta de fondos en un periodo temporal acotado, su amplitud y riqueza en cuanto a eventos y fluctuaciones permiten al lector extraer una impresión de lo que podrían ser conclusiones más generalizables. En primer lugar, que los vehículos diversificados de inversión en renta variable de mayor tamaño suponen un mejor activo en cuanto a retribución del riesgo asumido que los de menor tamaño. En segundo lugar, que tanto los fondos grandes como los más pequeños ofrecen similar protección ante declives de valor, mientras que los mayores muestran mayor potencial al alza. En tercer lugar, que los fondos de mayor tamaño ofrecen más estabilidad al inversor.

Por otra parte, un inversor que tuviese en cuenta estas ventajas a la hora de tomar una decisión de inversión, debería tener en cuenta también ciertos factores de riesgo. En primer lugar, que la acumulación de retorno positivo da lugar a un mayor potencial de pérdidas en caso de eventos con impacto negativo en el mercado, haciendo que abandonar el mercado en momentos de declive pueda tener consecuencias más negativas para los inversores en los fondos más populares. Sin embargo, estas pérdidas tienden a corregirse con el tiempo. En segundo lugar, que factores como los sesgos comportamentales motivan a inversores desinformados o con actitudes irracionales a invertir siguiendo los patrones de inversores más informados con estrategias momentum. Esto se debe a que se ven atraídos por las tendencias al alza sin profundizar en más aspectos de su valor fundamental o riesgos. Así, será más probable que potencien el declive de estos valores dando lugar a estampidas al observar un evento con impacto negativo o el abandono masivo del mercado por parte de otros inversores.

Por último, siempre es deseable la toma de decisiones de inversión de manera informada, con una comprensión profunda de estos riesgos y disociando de los comportamientos gregarios causantes de tendencias de inversión masivas en base al contagio social. Un inversor siempre se beneficiará de conocer el potencial de los activos por los que se decida, riesgos existentes y cómo actuar ante ellos, así como de definir claramente su horizonte temporal, objetivos y limitaciones.

#### 4.2. Posibles futuras líneas de investigación.

El estudio llevado a cabo en estas páginas deja abiertas varias líneas de futura investigación.

Por un lado, podría confirmarse la validez o la aplicabilidad de las conclusiones extraídas mediante la ampliación o reducción de horizontes temporales – más o menos de diez años – o variando la muestra de fondos examinada, pudiendo incluir un mayor número de éstos. Otra posibilidad es la determinación de una métrica de popularidad diferente basada, por ejemplo, en flujos de entrada netos.

Por otro lado, podría explorarse en mayor profundidad el impacto de los sesgos comportamentales en el retorno obtenido por los inversores, así como causas y consecuencias de éstos, fenómenos como las burbujas y su estallido, y su vinculación con la inercia existente en los mercados.

Adicionalmente, cabe la posibilidad de revisar los resultados con el paso de los años, observando si las conclusiones extraídas para esta misma muestra siguen siendo válidas o, por el contrario, deben ser modificadas.

Por último, podría variarse la muestra integrando vehículos de inversión o clases de activos subyacentes de diferente naturaleza, como son la renta fija o clases de activos alternativos, contemplando la posibilidad de que el comportamiento en otras categorías pueda ser consistente con lo observado o arrojar patrones de comportamiento diferentes que valga la pena explorar.

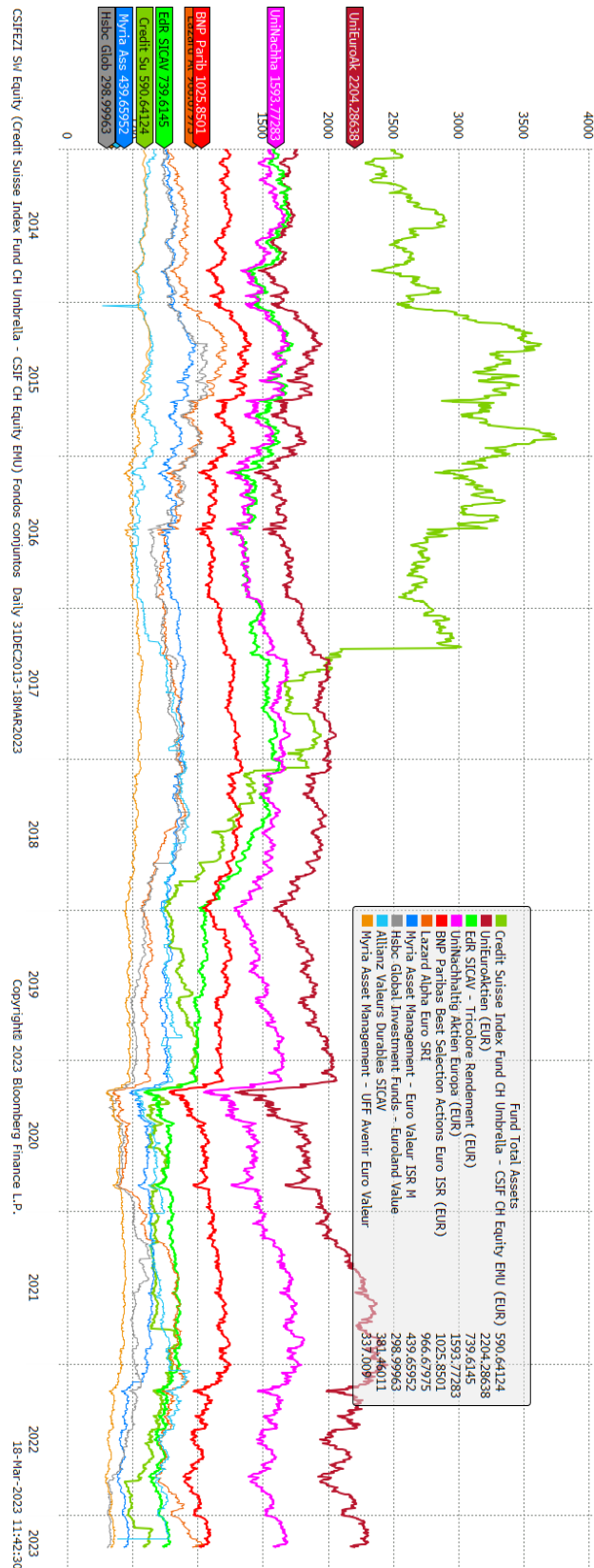
## 5. REFERENCIAS

- Antonacci, G. (2014). *Dual momentum investing: An innovative strategy for higher returns with lower risk*. McGraw-Hill.
- Baselli, V. (2023). Los fondos menos queridos. *Morningstar*,
- Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *Journal of Business*, 45(3), 444-455. <https://10.1086/295472>
- Bloomberg. (2023). Bloomberg data [programa informático]
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (Decimoprimer edición, international student edition ed.). McGraw-Hill Education.
- Bogle, J. C. (2017). *The little book of common sense investing* (2nd ed.). Wiley.
- Chen, Q., Hua, X., & Jiang, Y. (2018). Contrarian strategy and herding behaviour in the chinese stock market. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1552-1568. <https://10.1080/1351847X.2015.1071715>
- Dreman, D. (1979). *Contrarian investment strategies: The next generation*. Simon & Schuster.
- Dybvig, P. H., & Ross, S. A. (1989). Arbitrage. *Finance* (pp. 57-71). Palgrave Macmillan.
- Faber, M. T. (2007). A quantitative approach to tactical asset allocation. *The Journal of Wealth Management*, 9(4), 69-79. <https://10.3905/jwm.2007.674809>

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance (New York)*, 25(2), 383. <https://10.2307/2325486>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance (New York)*, 47(2), 427-465. <https://10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Goetzmann, W. N., & Kumar, A. (2008). Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, 12(3), 433-463. <https://10.1093/rof/rfn005>
- Greer, R. (1997). What is an asset class, anyway? *Journal of Portfolio Management*, 23(2), 86-91. <https://10.3905/jpm.23.2.86>
- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 133-159. <https://10.1146/annurev-financial-092214-043752>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance (New York)*, 48(1), 65-91. <https://10.2307/2328882>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow* (1. ed. ed.). Farrar, Straus and Giroux.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 47(1), 13-37. Recuperado de <http://www.econis.eu/PPNSET?PPN=471031429>
- Maginn, J. L., Tuttle, D. L., McLeavey, D. W., & Pinto, J. E. (2007). *Managing investment portfolios* (3rd ed. ed.). John Wiley & Sons, Inc.

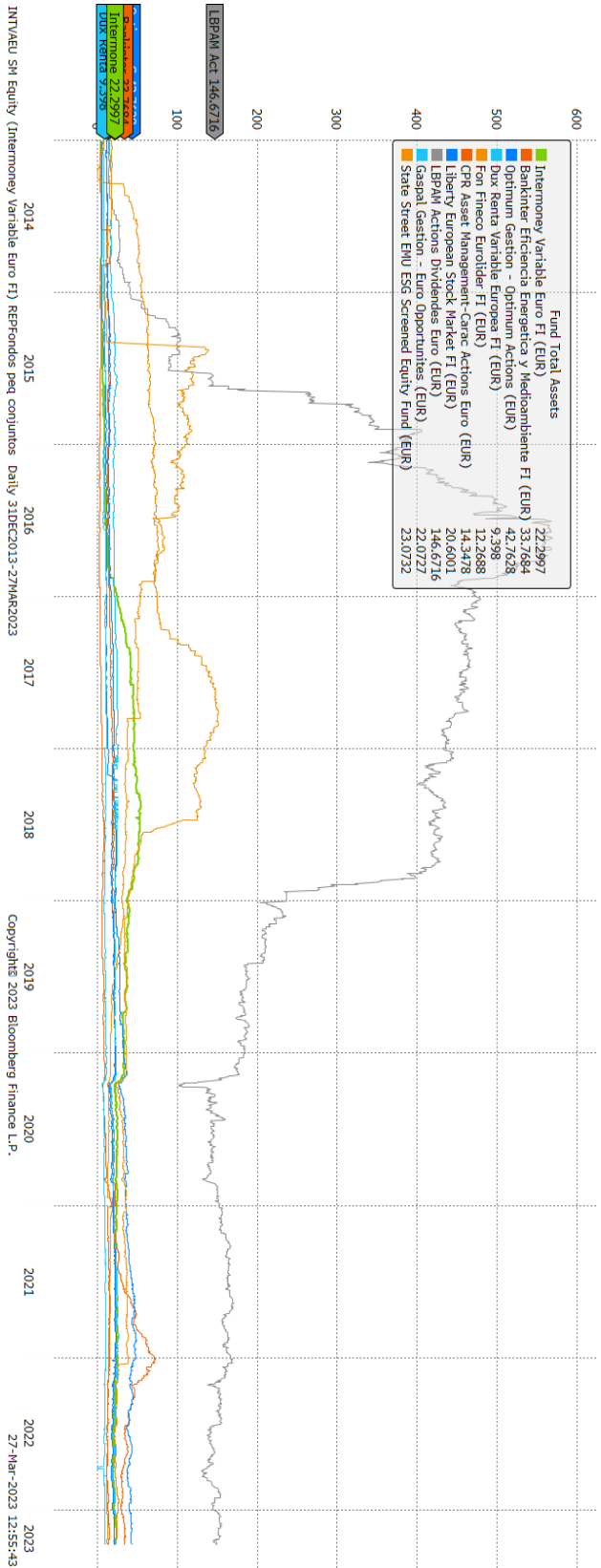
- Malkiel, B. G. (2020). *A random walk down wall street* (Completely revised and updated ed.). W.W. Norton & Company.
- Mangram, M. (2013). A simplified perspective of the markowitz portfolio theory. *Global Journal of Business Research*, 7(1), 59-70.  
<https://search.proquest.com/docview/1221127197>
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.  
[https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\\_JF.pdf](https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf)
- Park, A., & Sabourian, H. (2011). Herding and contrarian behavior in financial markets. *Econometrica*, 79(4), 973-1026. <https://10.3982/ECTA8602>
- Peykani, P., Namakshenas, M., Kavand, N., Nouri, M., & Rostamy-Malkhalifeh, M. (2023). Mean-absolute deviation-beta portfolio optimization under ambiguity: A real-world case study <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4335440>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance (New York)*, 19(3), 425-442.  
<https://10.2307/2977928>
- Shiller, R. J. (2005). *Irrational exuberance* (2. ed. ed.). Princeton Univ. Press.
- Walker, O., & Morris, S. (2023, ). Credit suisse: The rise and fall of the bank that built modern switzerland. *Financial Times*.
- Witt, S. F., & Dobbins, R. (1979). The markowitz contribution to portfolio theory. *Managerial Finance*, 5(1), 3-17. <https://10.1108/eb013433>

Anexo I. Réplica de la Figura 1. Evolución de los activos bajo gestión de los Mayores 10 en el periodo estudiado.



Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

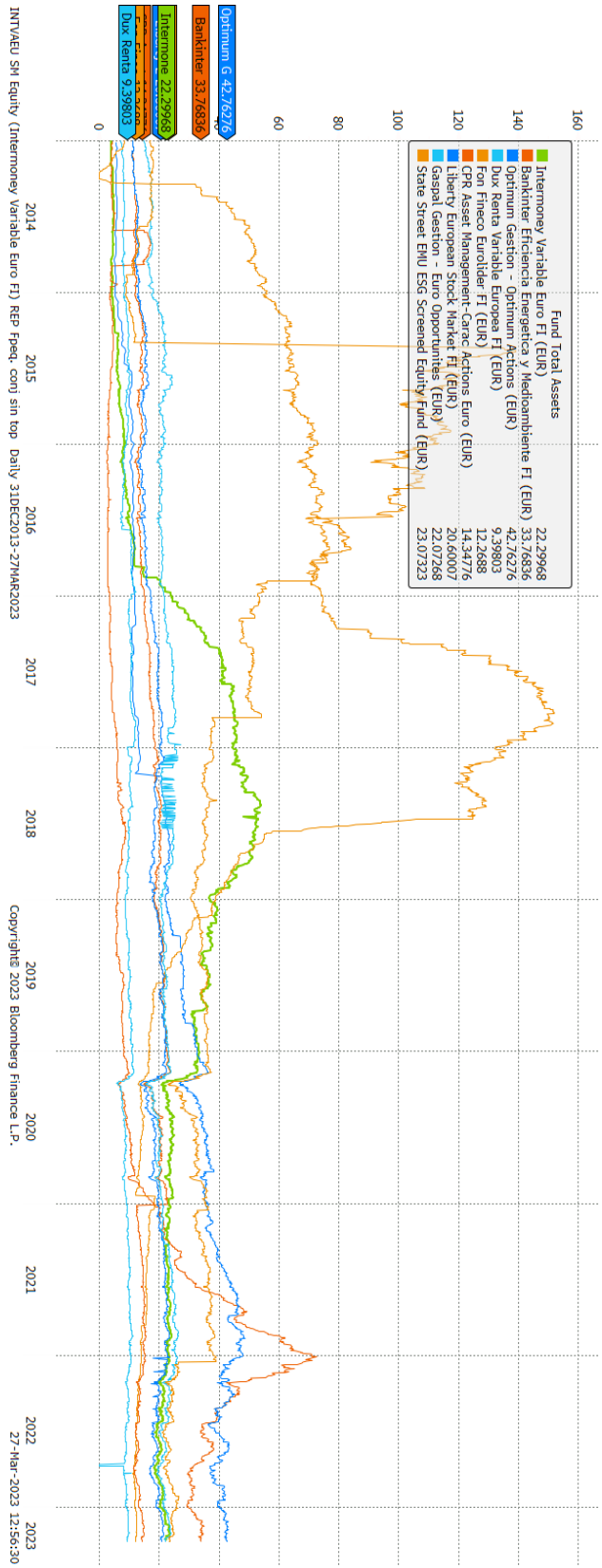
Anexo II. Réplica de la Figura 2. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado.



Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

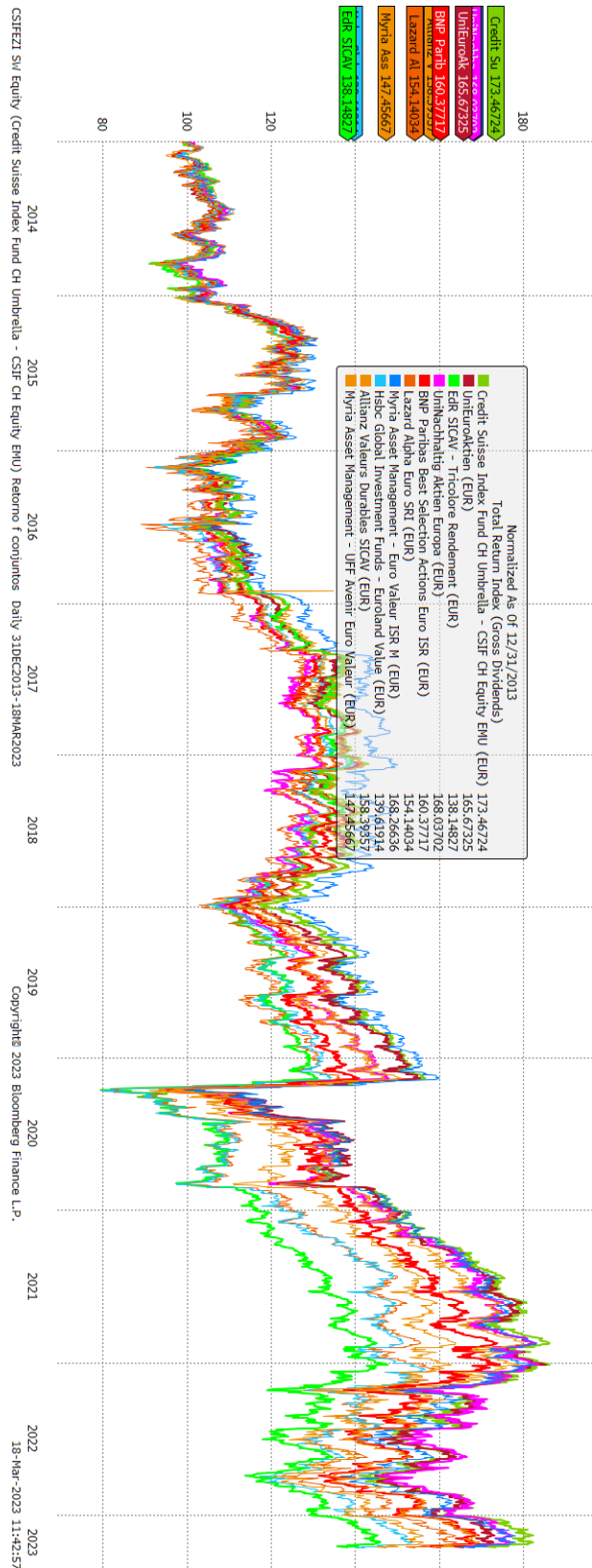


Anexo III. Réplica de la Figura 3. Evolución de los activos bajo gestión de los Menores 10 en el periodo estudiado (excluyendo LBPAM Actions Dividende Euro-ID).



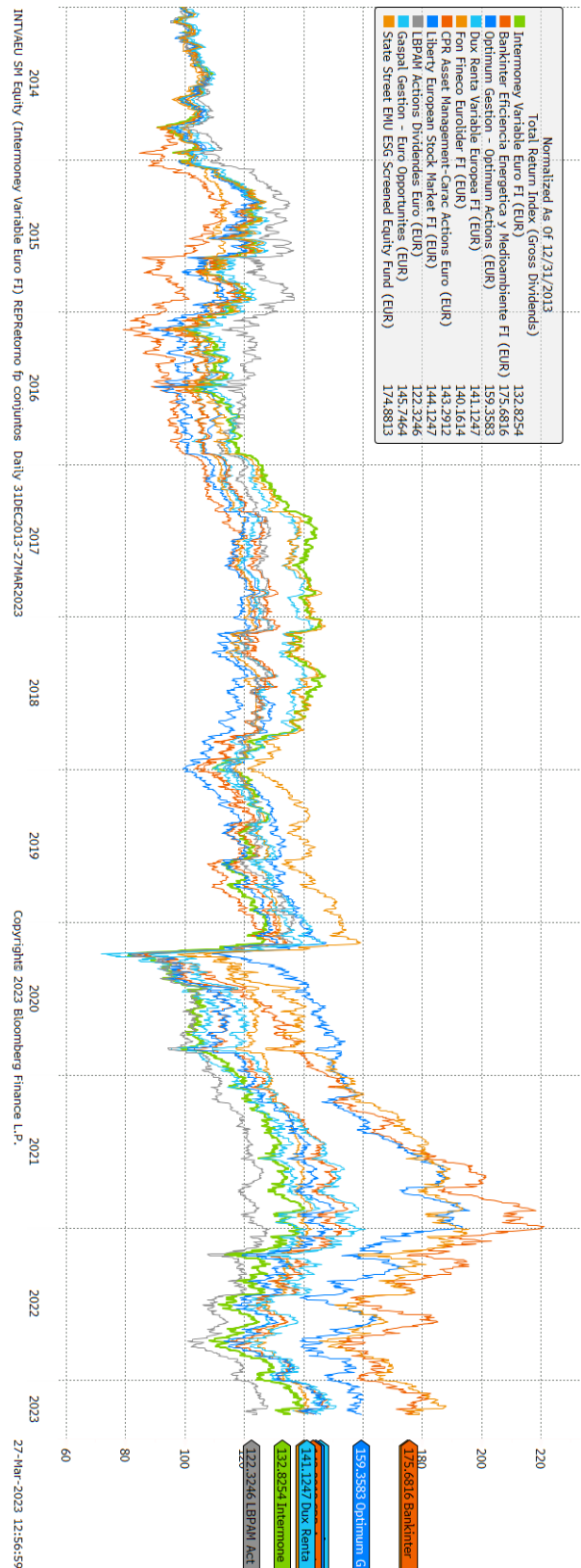
Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Anexo IV. Réplica de la Figura 4. Evolución del retorno de los Mayores 10 en el periodo estudiado.



Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Anexo V. Réplica de la Figura 5. Evolución del retorno de los Menores 10 en el periodo estudiado.



Fuente: Bloomberg (2023). Elaboración propia.

Anexo VI. Listado descriptivo de los veinte fondos de inversión observados en el estudio, ordenados de mayor a menor por activos bajo gestión a 31 de diciembre de 2013.

Fuente: Bloomberg (2023).

1. Credit Suisse Index Fund – CSIF CH Equity EMU (2.500M € AUM a 31/12/2013). Este fondo está incorporado en Suiza, fue creado en 2003 y es de acceso restringido a los clientes de la rama institucional de gestión de activos del banco suizo Credit Suisse. Centrado en renta variable de gran capitalización de la Eurozona, invierte en gran variedad de sectores entre los que destacan el sector consumo cíclico y no cíclico, el financiero y el industrial, seguidos por el tecnológico. Sus inversiones se enfocan en un 99,2% en Europa Occidental. Los activos bajo su gestión en marzo de 2023 rondan un valor de 590 millones de euros.
2. UniEuroAktien (1.800M € AUM a 02/01/2014). Incorporado en Alemania, este fondo se centra en valores de crecimiento negociados en las grandes bolsas de valores europeas con una estrategia largoplacista. La compañía gestora del fondo es Union Investment Privatfonds, y fue creado en 1998. Su asignación por sectores es también variada. En marzo de 2023, cuenta con activos por valor de más de 2.200 millones de euros bajo gestión.
3. EdR SICAV – Tricolore Rendement (1.600M € AUM a 31/12/2013). Incorporado en Francia y gestionado por Edmond de Rothschild, el objetivo de este fondo es la apreciación de capital mediante la inversión en compañías de gran capitalización con resultados óptimos. Fue creado en 1998, y en marzo de 2023 cuenta con cerca de 740 millones de euros en activos bajo gestión. Aunque muy variadas entre multitud de sectores, sus inversiones muestran especial enfoque en los bienes de consumo no cíclicos y la industria.
4. UniNachhaltig Aktien Europa (1.500M € AUM a 02/01/2014). Incorporado en Luxemburgo, lo gestiona Union Investment Luxembourg SA. Fue creado en 1998 y en marzo de 2023 cuenta con cerca de 1.600 millones de euros en activos bajo gestión. Destaca por su concentración en valores europeos que adoptan un enfoque acorde con los criterios ESG. Sus inversiones con mayor peso se centran

en bienes de consumo no cíclico y financieros, aunque su distribución de activos entre sectores es también variada.

5. BNP Paribas Best Selection Actions Euro ISR (1.200M € AUM a 31/12/2013). Registrado en Francia, el fondo se centra en la apreciación de capital a medio plazo invirtiendo en valores de gran capitalización. Creado en 2004, lo gestiona el propio banco y en marzo de 2023 cuenta con activos bajo gestión por valor de más de 1000 millones de euros. Entre su asignación de capital, también variada, destacan los sectores de consumo cíclico, tecnológico y financiero.
6. Lazard Alpha Euro SRI (770M € AUM a 02/01/2014). Registrado en Francia y con enfoque en el largo plazo, el fondo es gestionado por Lazard Freres Gestion SAS, y en marzo de 2023 cuenta con cerca de 1000 millones de euros en activos bajo gestión. Fue creado en 2005 y se centra en compañías de gran capitalización de la zona euro – destacando los sectores del consumo y financiero – además de invertir un 10% en fondos del mercado monetario.
7. Euro Valeur ISR M (750M € AUM a 31/12/2013). Gestionado por Myria Asset Management e incorporado en Francia, en marzo de 2023 cuenta con activos bajo gestión por valor de cerca de 440 millones de euros. Fue creado en 1999. Entre la variedad de sectores a los que asigna su capital, destacan el sector consumo con carácter no cíclico y el financiero, y respecto a la asignación geográfica, un 50% de sus activos son franceses.
8. HSBC Global Investment Funds – Euroland Value (730M € AUM a 31/12/2013). Este fondo, incorporado en Luxemburgo y gestionado por la rama de gestión de activos del banco HSBC en Reino Unido, invierte con una estrategia de apreciación de capital a largo plazo. Su foco está en la renta variable europea, y destacan los sectores de consumo no cíclico, industrial y financiero. Su foco geográfico se halla en Europa Occidental, destacando Francia y Alemania por encima del resto de países. Fue creado en 2003 y en marzo de 2023 cuenta con cerca de 300 millones en activos bajo gestión.
9. Allianz Valeurs Durables (670M € AUM a 31/12/2013). Este fondo gestionado por Allianz Global Investors está registrado en Francia. En marzo de 2023 tiene

cerca de 800 millones de euros en activos bajo gestión y fue creado en 1991. Su objetivo es la inversión a medio y largo plazo en compañías socialmente responsables, sobre todo en los sectores financiero y del consumo no cíclico. La mayoría de sus inversiones se llevan a cabo en Francia (45%).

10. UFF Avenir Euro Valeur (575M € AUM a 03/01/2014). Este fondo francés está gestionado por Myria Asset Management SAS, y fue creado en 1988. Cuenta con activos bajo gestión en marzo de 2023 valorados cerca de los 400 millones de euros. Entre sus variadas inversiones destacan el sector del consumo no cíclico y la zona geográfica de Francia.

A continuación se detalla la información respectiva a los diez fondos con menor popularidad según los criterios especificados.

11. State Street EMU ESG Screened Equity Fund (17M € AUM a 31/12/2013). Este fondo incorporado en Luxemburgo está gestionado por State Street Global Advisors Europe, y fue creado en enero de 2009. En marzo de 2023 cuenta con activos bajo gestión por valor de 23,6 millones de euros. El fondo persigue el objetivo de superar el retorno del índice MSCI EMU en el largo plazo invirtiendo en renta variable en la Unión Monetaria europea, con su capital distribuido entre activos de sectores muy variados.
12. Gaspal Gestion – Euro Opportunities (15M € AUM a 31/12/2013). Fondo francés gestionado por Gaspal Gestion SA creado en 2004. En marzo de 2023 cuenta con activos por valor de 22 millones de euros bajo gestión. Su objetivo es mejorar el retorno del índice EuroStoxx 50, para lo cual invierte principalmente en acciones valor en gran variedad de sectores, entre los que destaca el financiero.
13. LBPAM Actions Dividende Euro (14,5M € AUM a 31/12/2013). Incorporado en Francia, este fondo es gestionado por La Banque Postale Asset Management SA. Fue creado en marzo de 2009 y en marzo de 2023 cuenta con activos bajo gestión por valor de 148 millones de euros. Persigue el objetivo de mejorar el retorno del índice MSCI EMU High Dividend, para lo cual invierte en renta variable europea en sectores variados, destacando el sector financiero.

14. Liberty European Stock Market FI (11,2M € AUM a 31/12/2013). Este fondo incorporado en España invierte en activos de renta variable replicando el índice Dow Jones Euro Stoxx 50, invirtiendo en sectores de gran variedad y con más de un 50% distribuido entre activos de Francia y Alemania. Fue creado en 2001, y en marzo de 2023 tiene activos bajo gestión por valor de cerca de 21 millones de euros. Su gestora es Beka Asset management SGIIC SA.
15. CPR Asset Management – Carac Actions Euro (11,19M € AUM a 31/12/2013). Fondo registrado en Francia cuyo objetivo es superar el resultado del índice MSCI EMU NR en períodos de inversión de 5 años. Su asignación estratégica consiste en no menos de un 75% en renta variable, pudiendo llegar a distribuir hasta un 25% en productos de los mercados monetarios. El fondo fue creado en 2008 y es gestionado por CPR Asset Management SA, con activos bajo gestión en marzo de 2023 por valor de 14,35 millones de euros.
16. Fon Fineco Eurolider FI (8M € AUM a 31/12/2013). Este fondo español gestionado por GIIC Fineco SGIIC SA fue creado en 1998. Aunque integra la categoría de Equity en la base de datos, en la actualidad el fondo invierte el 100% de su capital en deuda soberana y su estrategia se enfoca en la preservación de capital. En marzo de 2023, sus activos tienen un valor de 12 millones de euros.
17. Dux Renta Variable Europea FI (7,3M € AUM a 31/12/2013). Incorporado en España, este fondo busca la apreciación de capital a largo plazo, invirtiendo en renta variable europea. Su entidad gestora es Dux Inversores SGIIC SA. Fue creado en 2005, y en marzo de 2023 cuenta con 9 millones de euros en activos bajo gestión, de los cuales invierte un 50% en activos del gobierno. Además, un 52% de sus inversiones pertenecen al mercado alemán. Fue creado en 2005.
18. Optimum Actions (5,7M € a 03/01/2014). Fondo registrado en Francia, gestionado por Optimum Gestion Financiere SA, cuyo objetivo es sobrepasar el retorno obtenido por el mercado. Fue creado en 1999 y, en marzo de 2023, sus activos bajo gestión tienen un valor de 42 millones de euros.
19. Bankinter Eficiencia Energética y Medioambiente FI (4,3M € a 02/01/2014). Fondo español cuyo objetivo es la apreciación de capital mediante la inversión en

renta variable internacional en el ámbito de la energía, mayoritariamente a empresas de los sectores industrial y energético. Fue creado en 2001 y en marzo de 2023 gestiona activos por valor de 34 millones de euros. La práctica totalidad de sus activos se distribuyen entre Europa Occidental (50%) y América del Norte (39%).

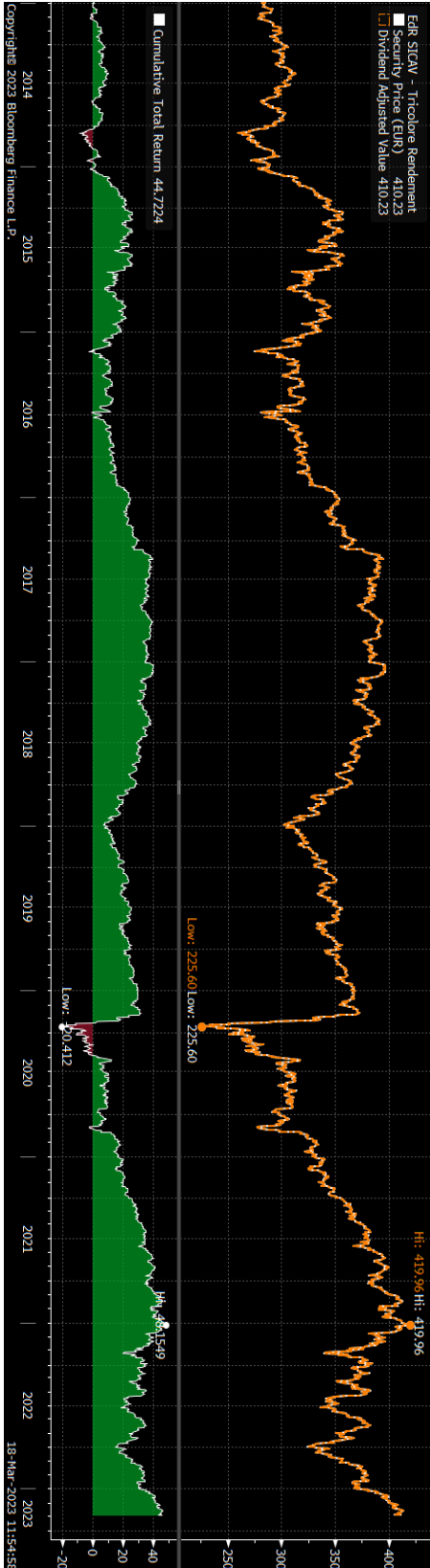
20. Intermoney Variable Euro FI (3,75M € AUM a 31/12/2013). El objetivo de este fondo incorporado en España es la acumulación de capital mediante la inversión en renta variable y en valores del mercado monetario. La entidad gestora a cargo de este fondo es Intermoney Gestión SGIIC SA. Actualmente el 37% de sus inversiones están emplazadas en Francia, mientras que tan sólo el 6% de éstas suponen activos españoles. Su distribución por sectores es variada e igualitaria. Fue creado en 2001, y en marzo de 2023 cuenta con 22 millones de euros en activos bajo gestión.



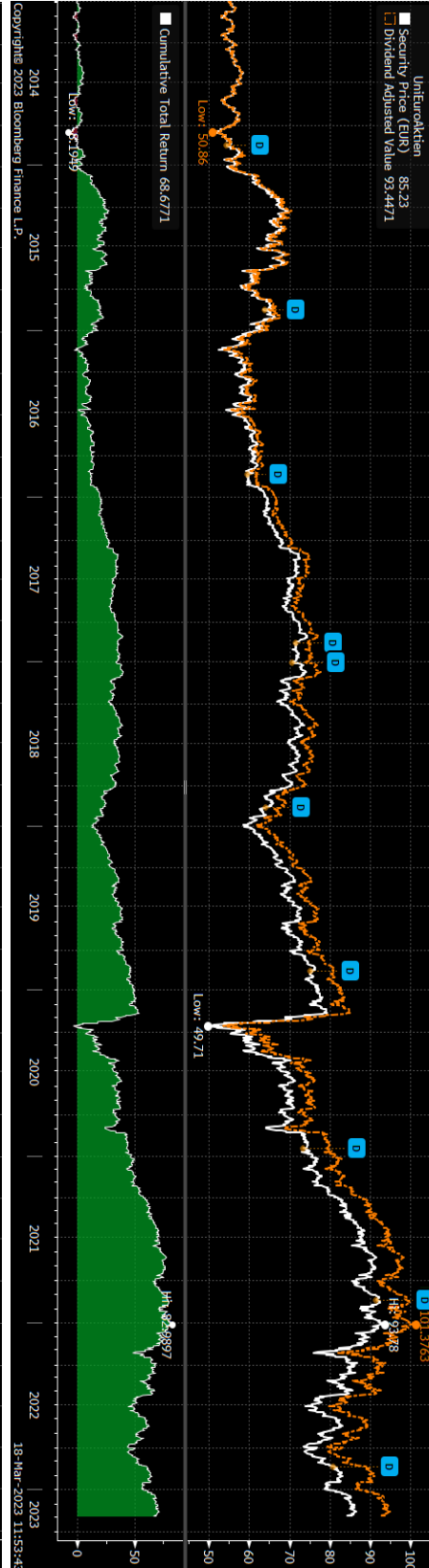
Anexo VII. Retorno acumulado de los veinte fondos seleccionados en el periodo estudiado.

Fuente: Bloomberg (2023).

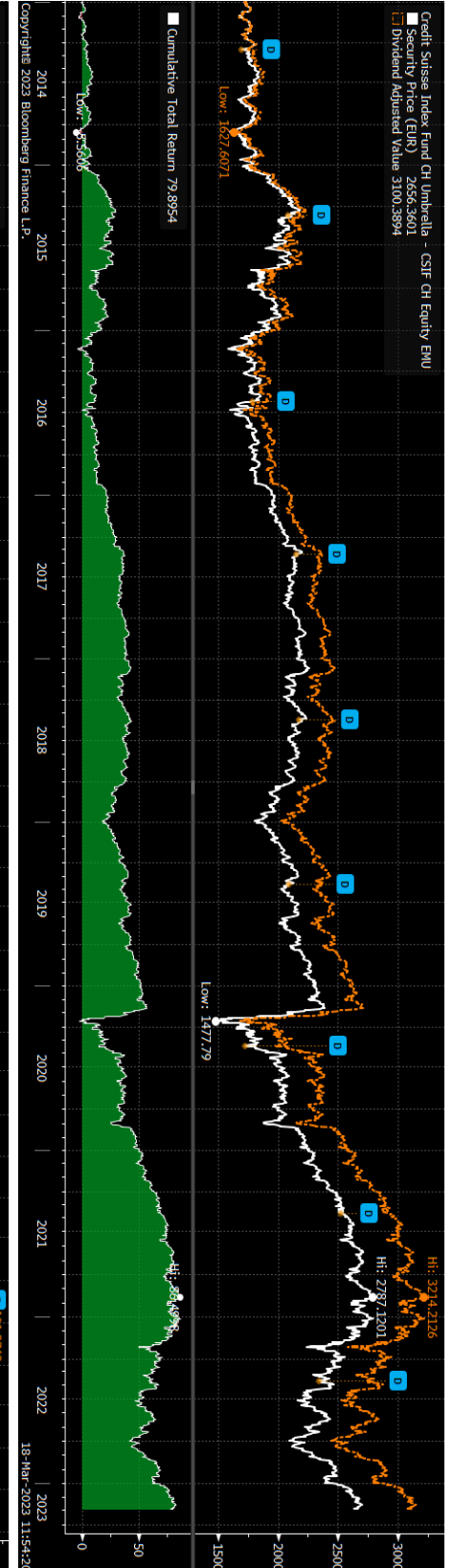
Anexo VII.c. EdR SICAV – Tricolore Rendement.



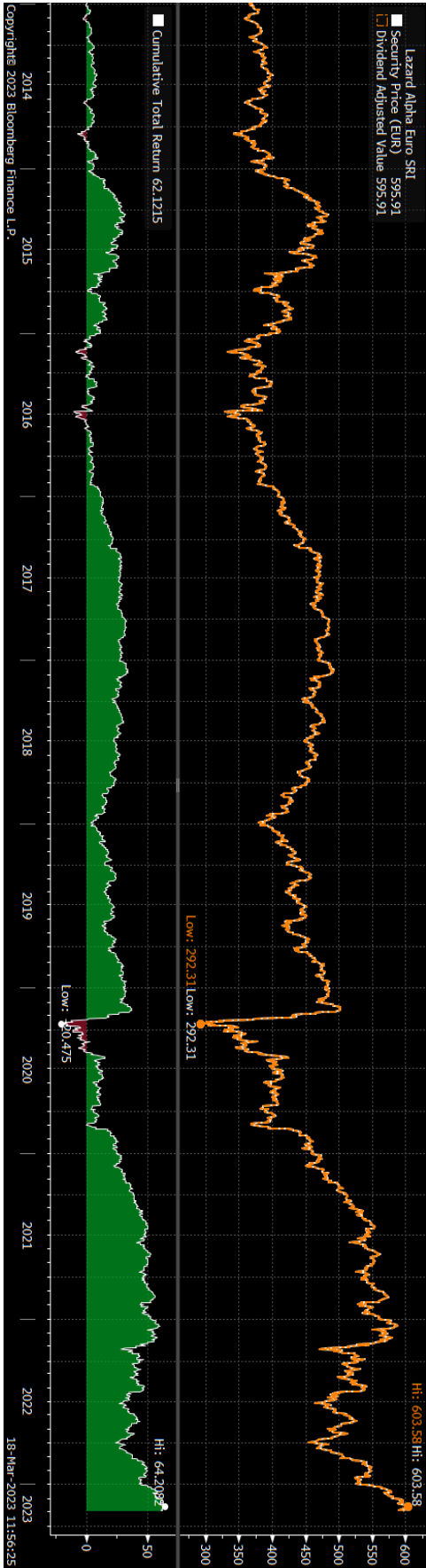
Anexo VII.b. UniEuroAktien.



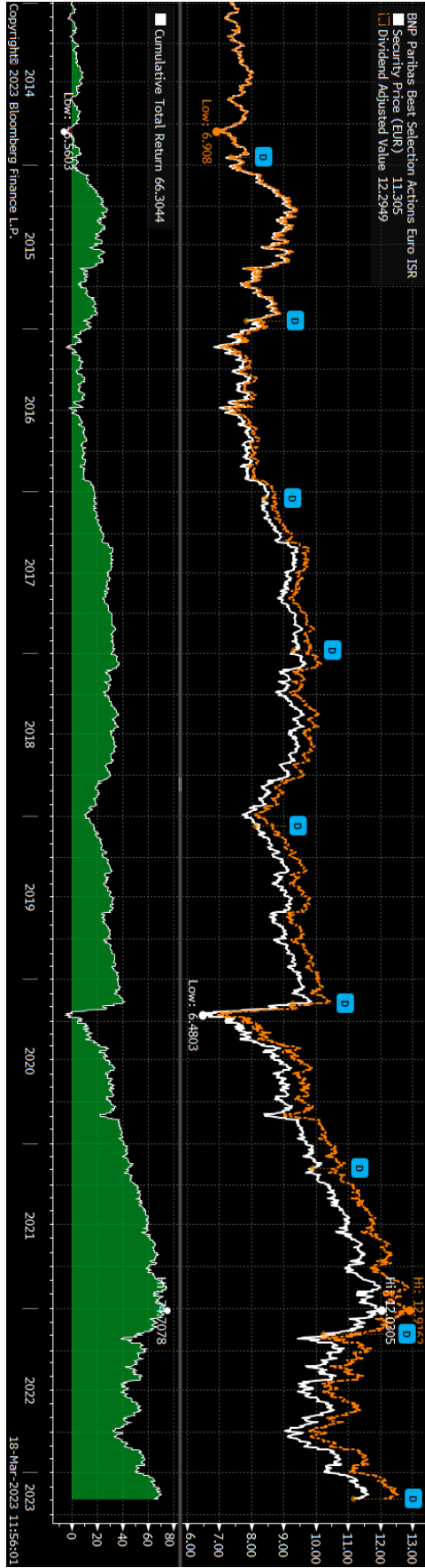
Anexo VII.a. Credit Suisse Index Fund CH Umbrella – CSIF CH Equity EMU



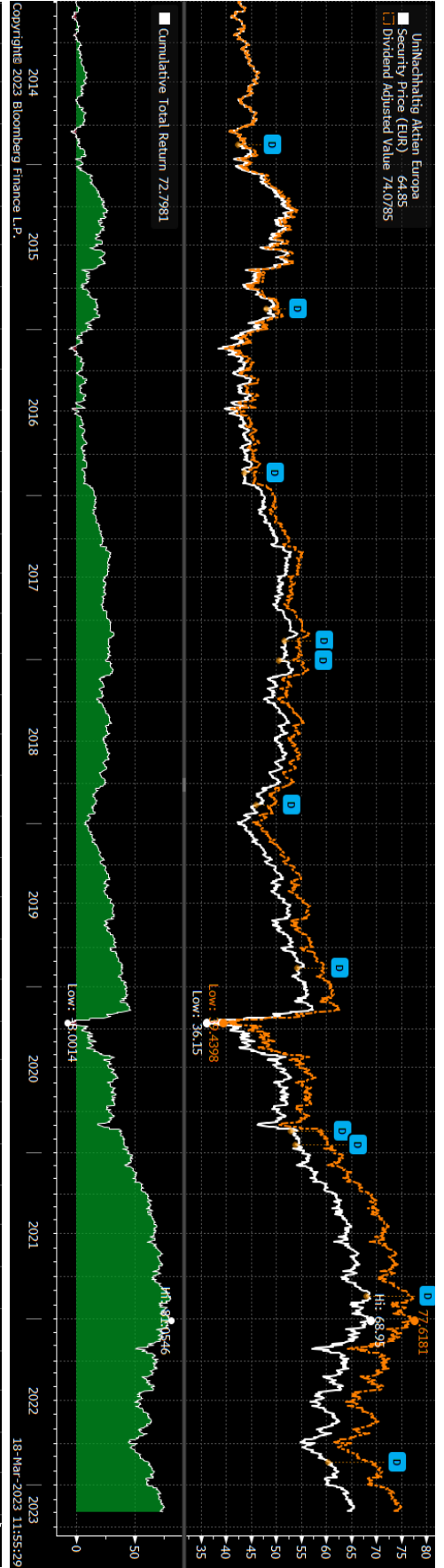
Anexo VII.f. Lazard Alpha Euro SRI.



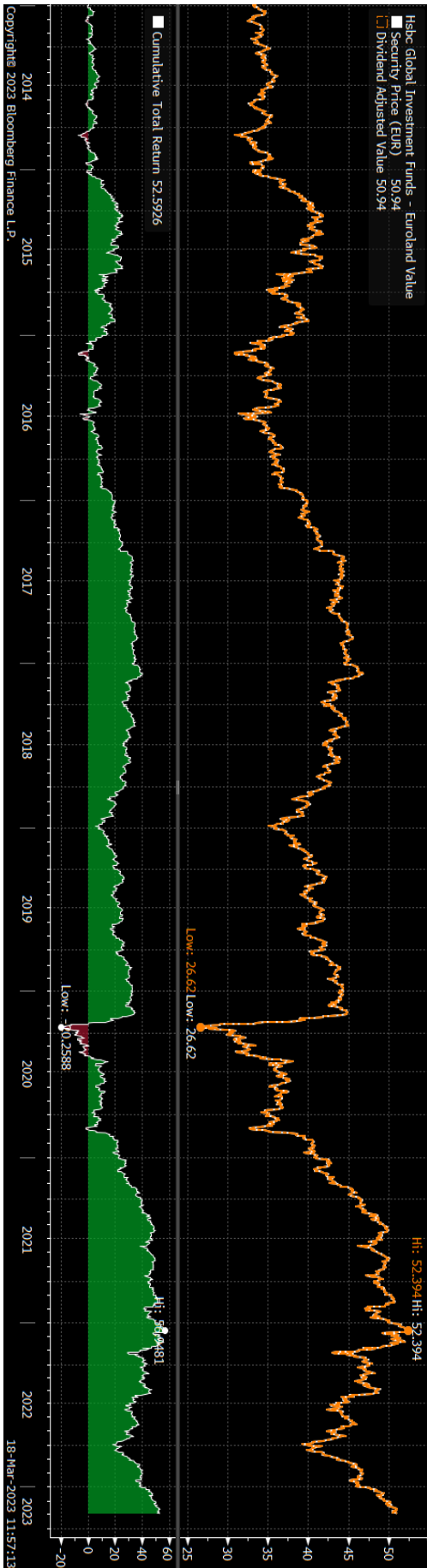
Anexo VII.e. BNP Paribas Best Selection Actions Euro ISR.



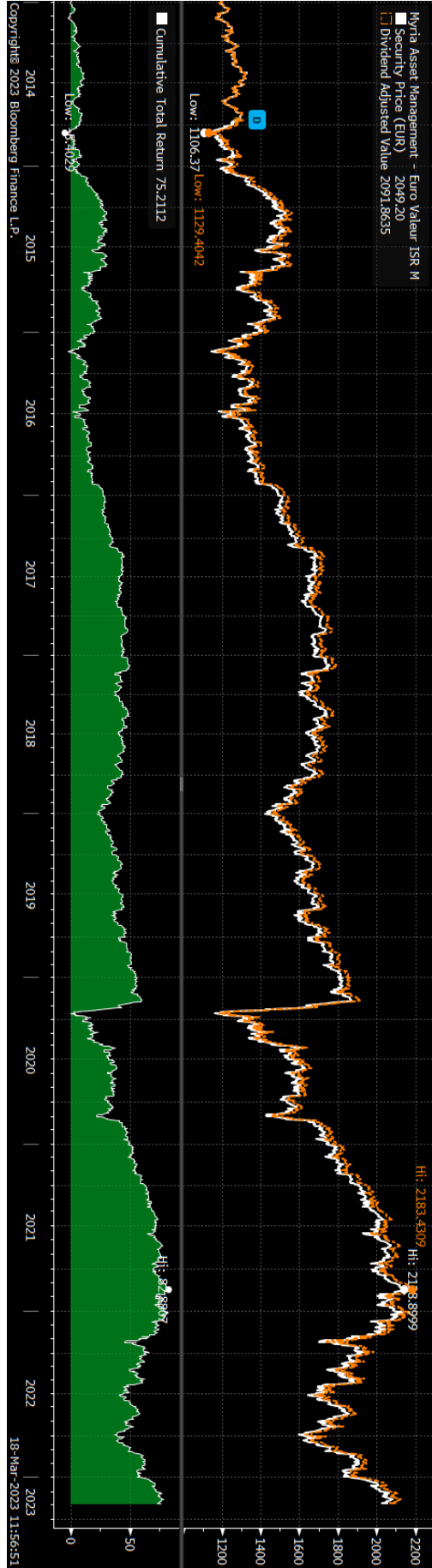
Anexo VII.d. UniNachhaltig Aktien Europa.



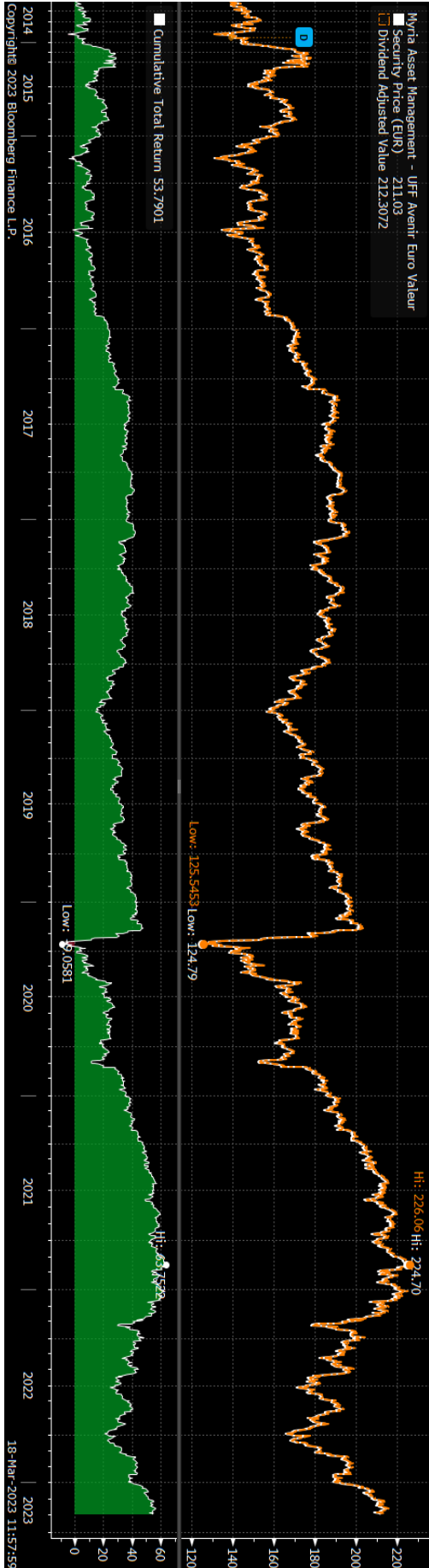
Anexo VII.h. HSBC Global Investment Funds – Euroland Value.



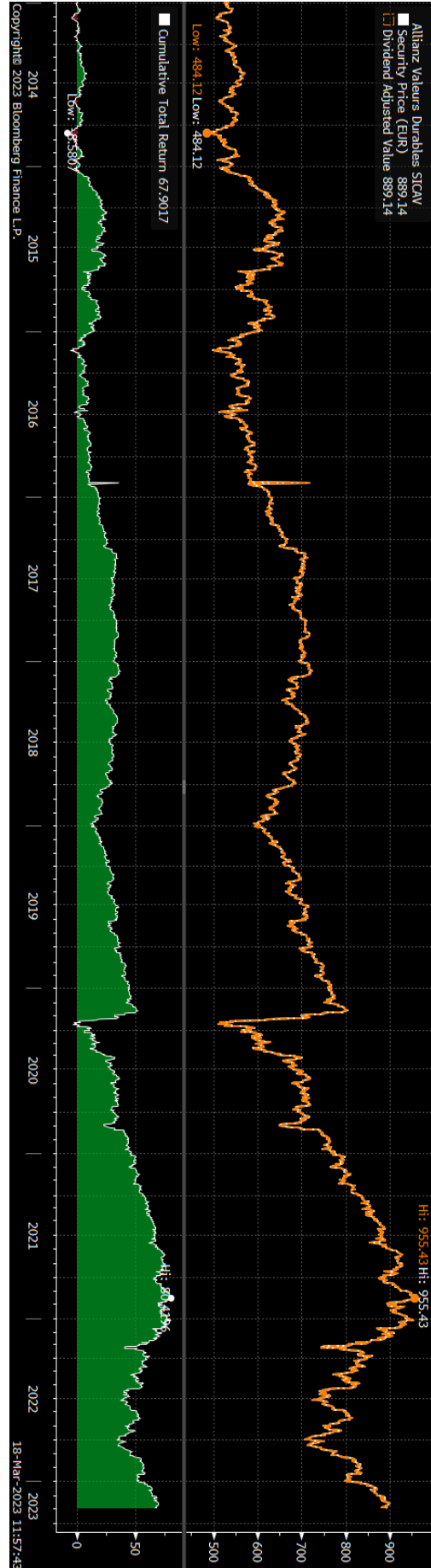
Anexo VII.g. Myria Asset Management – Euro Valeur ISR M.



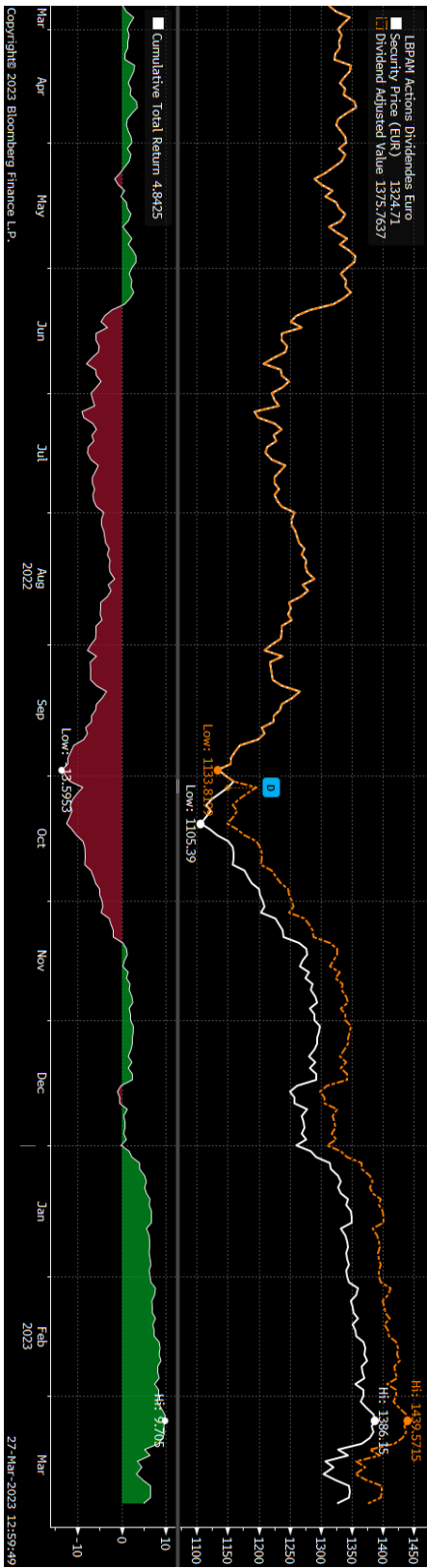
Anexo VII.j. Myria Asset Management – UFF Avenir Euro Valeur.



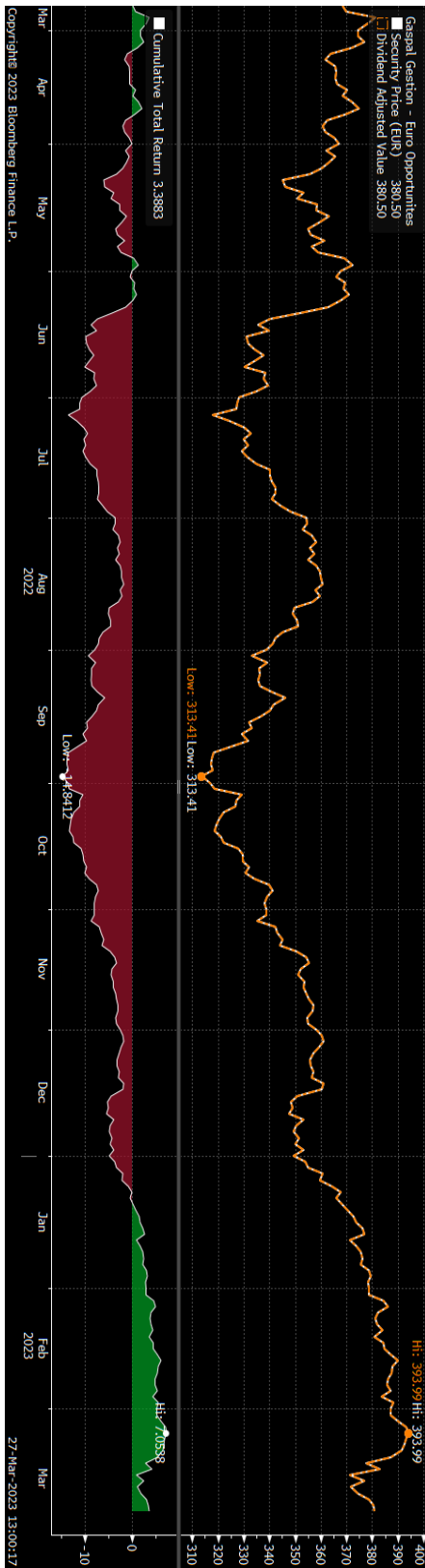
Anexo VII.i. Allianz Valeurs Durables SICAV.



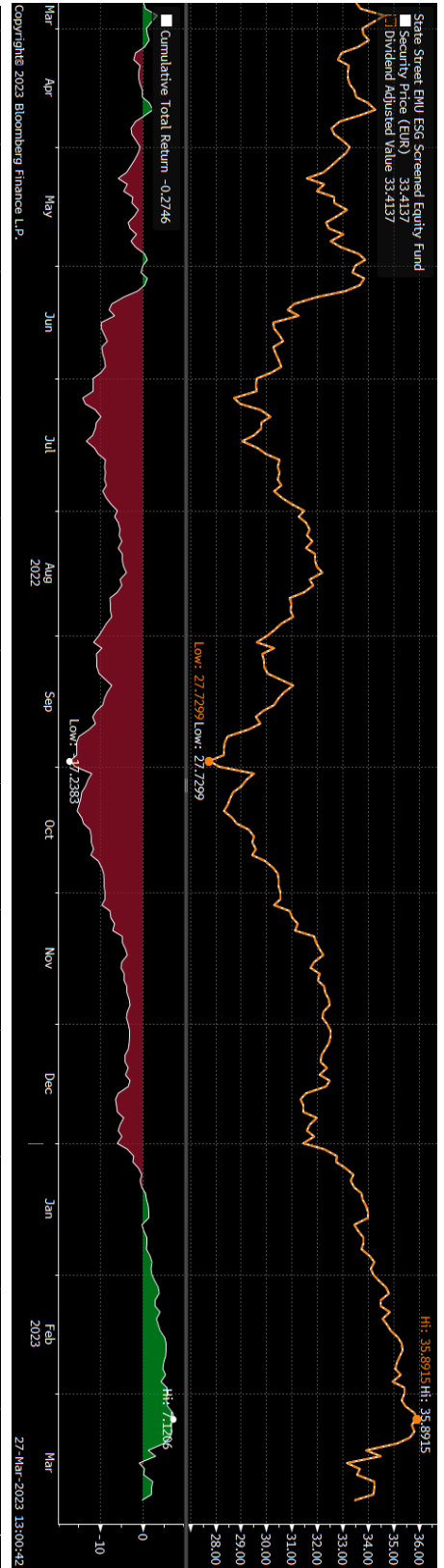
Anexo VII.m. LBPAM Actions Dividends Euro.



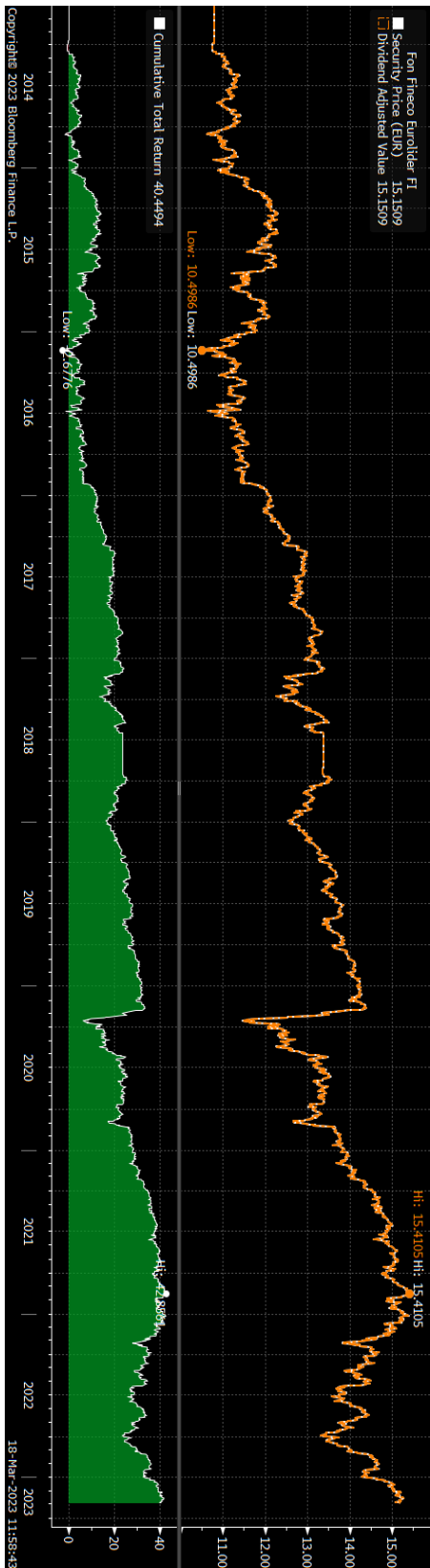
Anexo VII.l. Gaspal Gestion – Euro Opportunities.



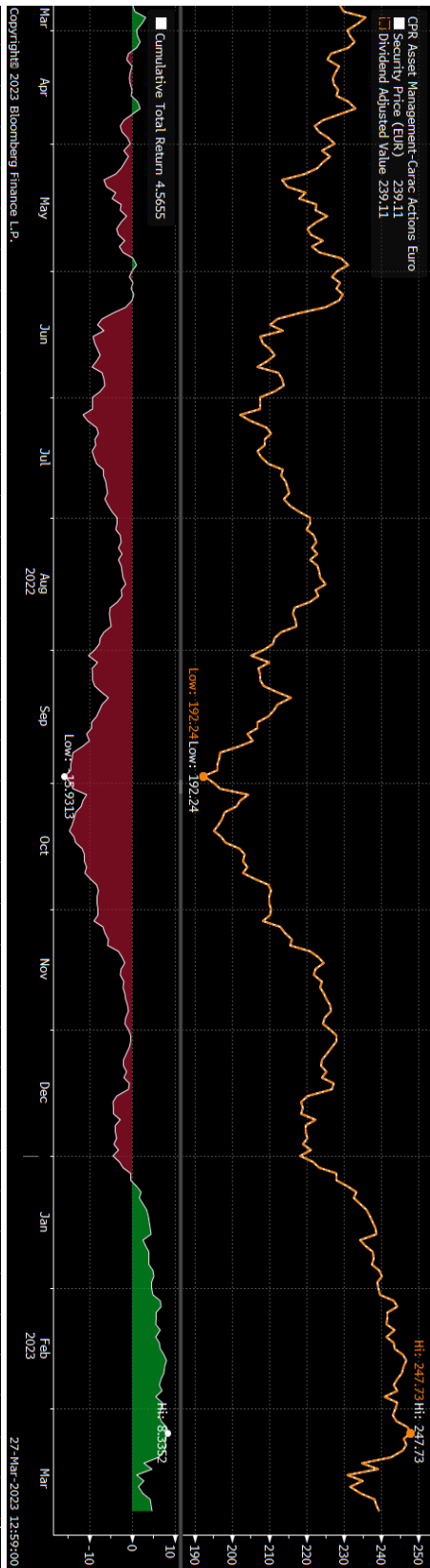
Anexo VII.k. State Street EMU ESG Screened Equity Fund.



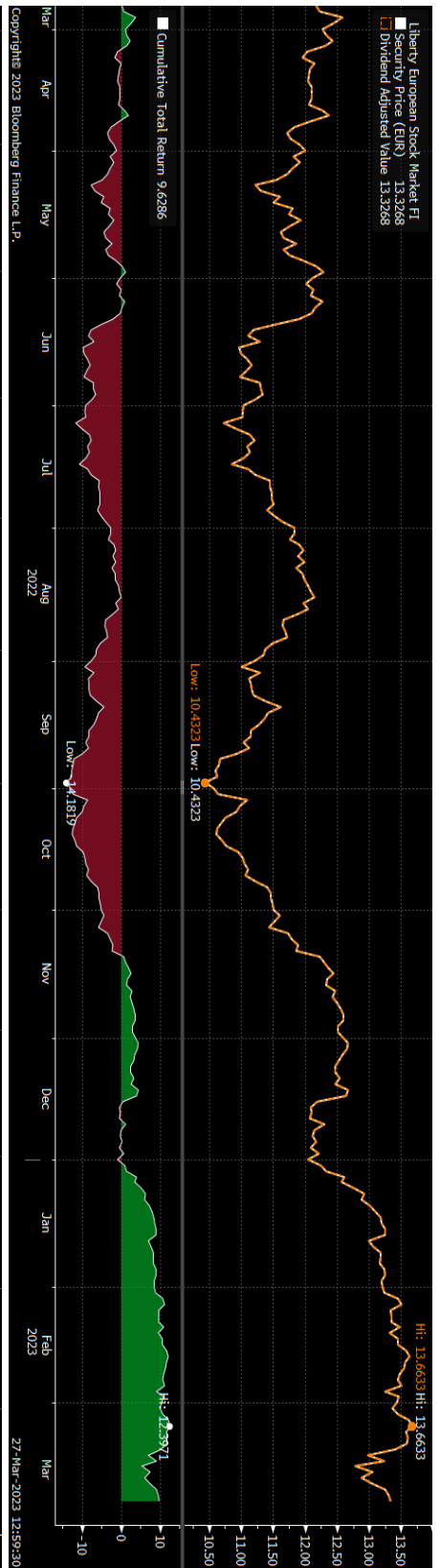
Anexo VII.p. Fon Fineco Eurolider FI.



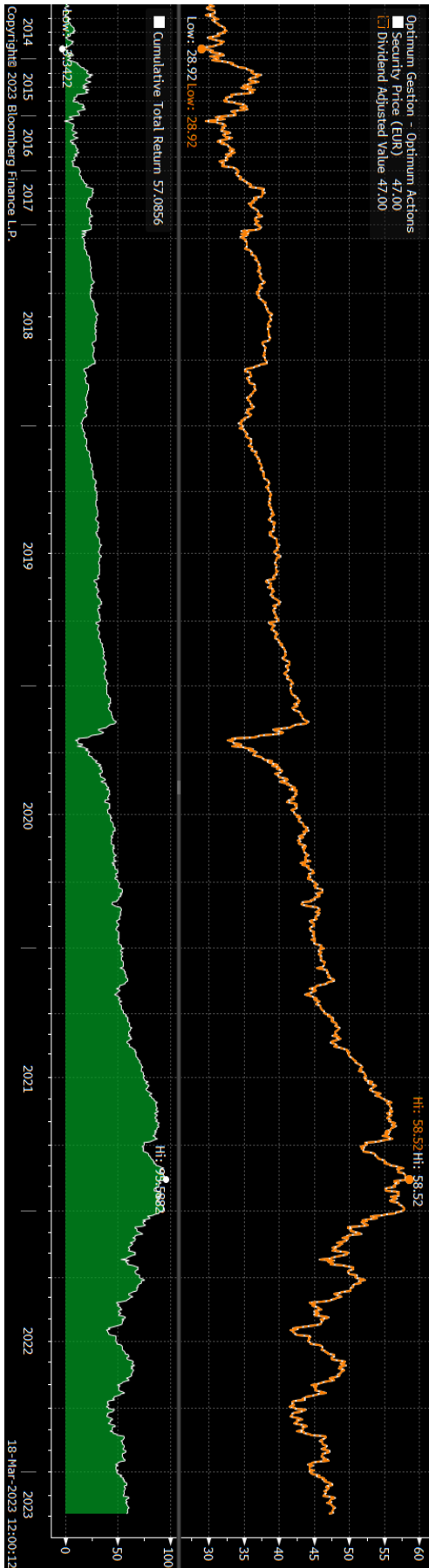
Anexo VII.o. CPR Asset Management – Carac Actions Euro.



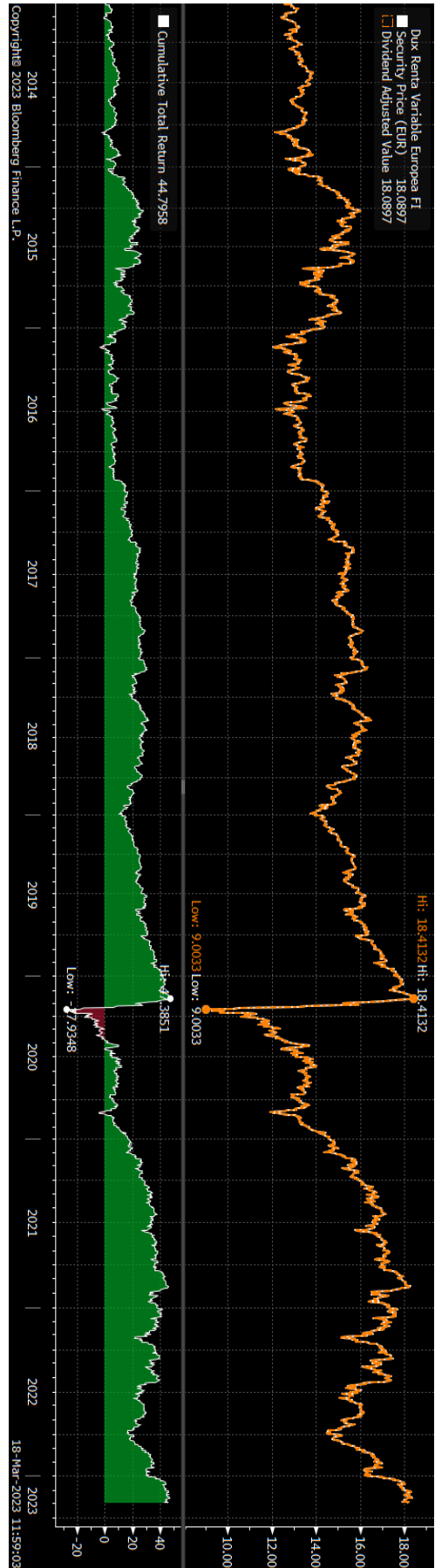
Anexo VII.n. Liberty European Stock Market FI.



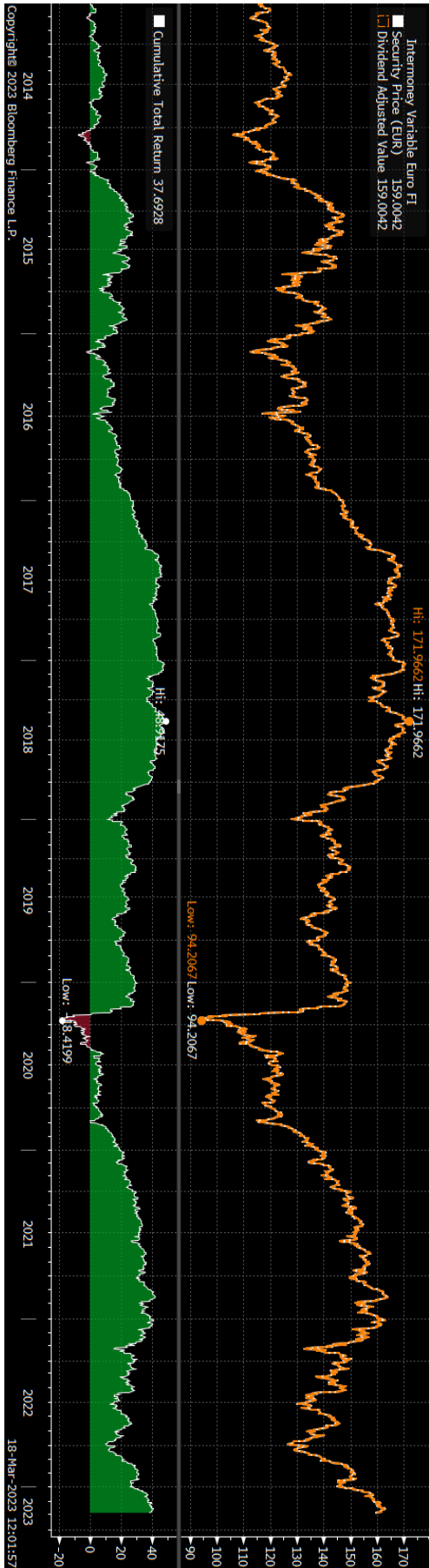
Anexo VII.r. Optimum Gestion – Optimum Actions.



Anexo VII.q. Dux Renta Variable Europea FI.



Anexo VII.t. Intermoney Variable Euro FI.



Anexo VII.s. Bankinter Eficiencia Energética y Medioambiente FI.

