



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

INSTRUMENTOS DE GESTIÓN PASIVA: EVOLUCIÓN, VENTAJAS Y RIESGOS

Autor: Álvaro Pacheco Barceló

Director: Pedro César Martínez Morán

Madrid
Junio de 2019

Álvaro
Pacheco
Barceló

INSTRUMENTOS DE GESTIÓN PASIVA: EVOLUCIÓN, VENTAJAS Y RIESGOS



Resumen

El objetivo de este trabajo ha sido el de ahondar en el conocimiento de la gestión pasiva. Si la entendemos como aquella estrategia de inversión orientada a obtener un rendimiento próximo al de un índice de referencia, el grueso del trabajo se ha dedicado a entender la operativa y evolución de los instrumentos que se pueden aplicar para llevarla a cabo: fondos de inversión indexados y, especialmente, Exchange- Traded Funds (ETFs).

La elección del tema se ha basado en varios motivos: primero, por ser unos instrumentos poco conocidos; y también, por el auge que han experimentado en las últimas décadas.

También se ha dedicado parte de este trabajo al estudio de los principales instrumentos derivados, porque sirven para implementar una gestión pasiva y porque se utilizan en los ETFs cuando la réplica no es directa, sino sintética.

Por último, se ha querido resumir el debate que existe actualmente entre esta modalidad de inversión y la gestión activa, atendiendo a las ventajas, inconvenientes y los riesgos que conlleva.

Índice de Contenidos

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 1. | La Gestión Pasiva | 6 |
| 1.1 | Concepto..... | 6 |
| 1.2 | Origen | 6 |
| 1.3 | Evolución..... | 9 |
| 2. | Modalidades de Inversión con Gestión Pasiva | 12 |
| 2.1 | Fondos de Inversión Indexados | 12 |
| 2.2 | ETFs | 15 |
| 2.2.1 | Tipología..... | 18 |
| 2.2.2 | Evolución..... | 19 |
| 2.2.3 | Fiscalidad..... | 26 |
| 2.3 | Derivados | 27 |
| 2.3.1 | Futuros | 28 |
| 2.3.2 | Opciones | 28 |
| 2.3.3 | Swaps | 30 |
| 2.3.4 | Otros | 31 |
| 3. | Principales Proveedores | 34 |
| 4. | Diferencias con la Gestión Activa | 37 |
| 4.1 | Ventajas | 38 |
| 4.2 | Inconvenientes..... | 39 |
| 5. | Conclusiones | 41 |
| 6. | Bibliografía | 43 |
| 7. | Anexos | 45 |

Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1. Evolución de los gastos medios (1975-2018)..... | 8 |
| Gráfico 2. El impacto en el largo plazo de los costes asociados a la inversión | 9 |
| Gráfico 3. Total assets in active and passive MFs and ETFs and passive share of total | 10 |
| Gráfico 4. Crecimiento de los ETPs por zona geográfica | 10 |
| Gráfico 5. Comparación del tamaño del mercado de ETFs | 11 |
| Gráfico 6. Evolución NASDAQ-100 (2014-2019) | 13 |
| Gráfico 7. Proceso de creación y reembolso de un ETF | 16 |
| Gráfico 8. Ejemplo de un ETF sintético con Swap | 17 |
| Gráfico 9. ETFs: Activos bajo gestión por región y clase de activo (2016)..... | 19 |
| Gráfico 10. Evolución ETFs por activos bajo gestión y región (2011-2016) | 20 |
| Gráfico 11. EE. UU.: Evolución de los activos gestionados por las distintas categorías de vehículos de inversión (1998-2016) | 21 |
| Gráfico 12. EE. UU.: Evolución ETFs por número y por regulación aplicada | 22 |
| Gráfico 13. EE. UU.: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo | 22 |
| Gráfico 14. EE. UU.: Proporción de ETFs de renta variable por categoría | 23 |
| Gráfico 15. Europa: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo | 25 |
| Gráfico 16. Asia-Pacífico: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo | 26 |
| Gráfico 17. Porcentaje de fondos que superan al índice de referencia (2003-2018) | 45 |

Índice de Tablas

| | |
|--|----|
| Tabla 1. Porcentaje de fondos de acciones superados por el índice de referencia | 7 |
| Tabla 2. Inversión en ETF per cápita en Europa y Estados Unidos..... | 20 |
| Tabla 3. EE. UU.: Características de los hogares que invierten en ETFs | 24 |
| Tabla 4. Tipos de gravamen aplicables según normativa española | 26 |
| Tabla 5. TOP 5 proveedores de ETFs por activos gestionados en EE. UU. y Europa (2016)..... | 34 |
| Tabla 6. Top 5 ETFs por tamaño y región geográfica (2016) | 46 |

1. La Gestión Pasiva

1.1 Concepto

La gestión pasiva se puede definir de varias maneras. Por un lado, se podría decir que la gestión pasiva consiste en seguir, a la hora de invertir, una serie de estrategias y usar ciertas técnicas de inversión donde la figura del gestor del fondo o producto se minimiza.

Estaríamos por lo tanto ante una figura inversora radicalmente opuesta, en cuanto a su forma de operar, por ejemplo, a los llamados “fondos de autor”, en los que el conocimiento, las opiniones, el *track record*, la experiencia y/o las decisiones del gestor del fondo constituyen un elemento básico en lo referido al funcionamiento del mismo.

Una estrategia de inversión pasiva también se puede definir como aquella orientada a conseguir el máximo rendimiento minimizando la rotación de la cartera, esto es, el número de operaciones de compra y venta y, con ello, los costes de transacción asociados.

Otra acepción muy extendida es la que proporciona la U.S. Security and Exchange Commission (SEC), que define la gestión pasiva como una “estrategia de inversión diseñada para alcanzar aproximadamente el mismo rendimiento que un índice del mercado en particular. La estrategia se puede implementar por repetición o mediante un muestreo representativo de las acciones en el índice”. (SEC, 2017)

Se trata de una forma diferente y seguramente más sencilla de entender la gestión del patrimonio y la inversión. La gestión pasiva sería especialmente útil para el pequeño inversor que posee unos conocimientos financieros limitados, pocas ganas de profundizar en los mercados, sus movimientos y estrategias, y menos tiempo disponible para dedicarlo a sus inversiones.

Al haber menos intervención de capital humano -que tiene que ser retribuida- en la gestión del vehículo, los costes de los productos de gestión pasiva son sensiblemente más bajos que los que se generan en los de gestión activa. Pero de ello hablaremos más adelante, cuando tratemos de las diferencias concretas entre ambos tipos de gestión.

1.2 Origen

Se considera al estadounidense John (“Jack”) C. Bogle, fundador en 1976 de la firma de fondos de inversión Vanguard y que acaba de fallecer a principios de este año 2019, como el “padre” de la gestión pasiva. Fue él quien desarrolló los fondos indexados, que posteriormente acabaron dando lugar a los ETFs.

Cabe indicar que el primer fondo índice se registró en Japón en el año 1968, casi una década antes que en Estados Unidos. (IOSCO, 2004)

Bogle fue uno de los más exitosos inversores del siglo XX. De origen humilde, su familia lo perdió todo durante la Gran Depresión (crisis económica que se inició con el crac de 1929, año en el que nació Bogle). Gracias a su expediente académico, pudo obtener becas que le permitieron continuar sus estudios en prestigiosas instituciones como la Academia Blair y la Universidad de Princeton, donde se graduó en Economía.

Bogle entró a formar parte de la industria financiera y, en concreto, de los fondos de inversión, en la compañía Wellington Fund, en la que alcanzó el cargo de presidente. Sin embargo, unos años después, en 1974, fue despedido y lo apostó todo a una carta: crear su propia gestora de fondos.

Su casa de inversión, The Vanguard Group, es en la actualidad la segunda mayor gestora del mundo por volumen de activos por detrás de BlackRock, con un patrimonio que supera los 5 billones de dólares (Vanguard, 2019a), es decir, unas cuatro veces el actual Producto Interior Bruto de España.

Las dos máximas que llevaron a Bogle a profundizar en la gestión pasiva y su desarrollo fueron éstas:

- que en horizontes temporales largos (como mínimo de 15 años) la bolsa de valores siempre sube; y
- que el rendimiento de los fondos de gestión activa no logra superar de forma sistemática y sostenible la revalorización del índice que constituye su *benchmark*.

Está comprobado que pocos fondos de inversión logran superar su *benchmark*, como demuestra la información contenida en la tabla 1. En ella se recoge el porcentaje de fondos de gestión activa, clasificados por categoría, que no han logrado superar al índice de referencia a 1, 3, 5, 10 y 15 años en Estados Unidos:

Tabla 1. Porcentaje de fondos de acciones superados por el índice de referencia

| Categoría | Índice de Referencia | 1 año (%) | 3 años (%) | 5 años (%) | 10 años (%) | 15 años (%) |
|------------------------|------------------------------|-----------|------------|------------|-------------|-------------|
| All Domestic Funds | S&P Composite 1500 | 68.83 | 81.49 | 88.13 | 84.49 | 88.97 |
| All Large-Cap Funds | S&P 500 | 64.49 | 78.98 | 82.14 | 85.14 | 91.62 |
| All Mid-Cap Funds | S&P MidCap 400 | 45.64 | 74.29 | 79.88 | 88.03 | 92.71 |
| All Small-Cap Funds | S&P SmallCap 600 | 68.45 | 84.35 | 89.40 | 85.67 | 96.73 |
| All Multi-Cap Funds | S&P Composite 1500 | 66.79 | 82.44 | 88.58 | 86.36 | 90.70 |
| Large-Cap Growth Funds | S&P 500 Growth | 60.27 | 76.00 | 87.50 | 84.08 | 94.59 |
| Large-Cap Core Funds | S&P 500 | 75.85 | 87.21 | 92.35 | 93.27 | 92.09 |
| Large-Cap Value Funds | S&P 500 Value | 46.27 | 70.91 | 79.08 | 81.71 | 79.33 |
| Mid-Cap Growth Funds | S&P MidCap 400 Growth | 15.20 | 53.79 | 69.38 | 87.40 | 91.45 |
| Mid-Cap Core Funds | S&P MidCap 400 | 62.18 | 85.59 | 89.26 | 90.23 | 95.05 |
| Mid-Cap Value Funds | S&P MidCap 400 Value | 72.22 | 94.23 | 93.55 | 87.77 | 92.11 |
| Small-Cap Growth Funds | S&P SmallCap 600 Growth | 61.45 | 76.32 | 88.17 | 85.65 | 98.17 |
| Small-Cap Core Funds | S&P SmallCap 600 | 87.55 | 94.17 | 95.13 | 92.97 | 97.44 |
| Small-Cap Value Funds | S&P SmallCap 600 Value | 83.33 | 89.38 | 94.39 | 87.41 | 93.51 |
| Multi-Cap Growth Funds | S&P Composite 1500 Growth | 65.90 | 81.09 | 88.33 | 87.39 | 90.55 |
| Multi-Cap Core Funds | S&P Composite 1500 | 81.74 | 91.50 | 98.33 | 91.79 | 92.44 |
| Multi-Cap Value Funds | S&P Composite 1500 Value | 74.77 | 80.00 | 88.89 | 81.48 | 86.59 |
| Real Estate Funds | S&P United States REIT | 88.89 | 76.47 | 75.00 | 88.17 | 86.21 |

Fuente: Elaboración propia a partir de Soe, A. M. et al. (2018)

En ella se puede comprobar cómo, cuanto más largo es el plazo de inversión, mayor es el porcentaje de fondos de gestión activa a los que el índice de referencia acaba ganando. En el corto plazo (de 1 a 3 años

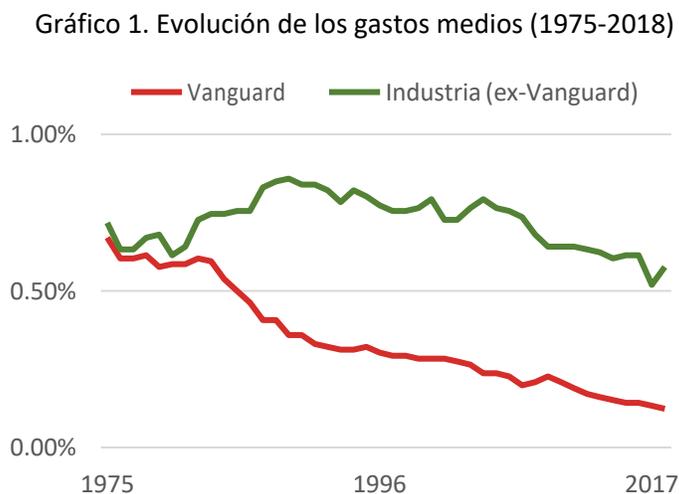
de permanencia en la inversión) los resultados no son tan negativos; sin embargo, a partir de los 5 años, y especialmente a 10 y 15 años, los datos son apabullantes, constituyendo un porcentaje mínimo los fondos que logran igualar o mejorar su *benchmark*. En el gráfico 17 (anexo) puede encontrarse un análisis del porcentaje de fondos que, en distintos años, consiguen batir a su referencia.

Uno de los consejos de Bogle es: “*deja de buscar la aguja en el pajar. ¡Compra el pajar!*”. A lo que se refiere es que es mucho más simple replicar el comportamiento del mercado que tratar de hilar fino buscando valores que vayan a despuntar en el futuro.

Otra gran contribución de Bogle fue la de abrir el mundo de los fondos a los pequeños inversores reduciendo el coste de estos productos. Bogle sostenía que si no había un equipo gestor detrás de cada fondo tratando de superar al mercado (“buscando la aguja”), sino sólo pura y dura réplica ¿qué sentido tenía seguir cobrando altas comisiones de gestión?

Todas estas ideas dieron origen en 1975 al primer fondo indexado que Bogle, a través de Vanguard, lanzó al mercado. Además, con la reducción de los costes de inversión, se originó el denominado efecto Vanguard.

El éxito de esta compañía con sede en la localidad de Malvern, Pensilvania, se debió a su modelo de gestión pasiva de bajo coste, que provocó una guerra de precios en la industria que perdura todavía. Tal y como se puede observar en el gráfico 1, los costes asociados a los productos de Vanguard han ido decreciendo desde su creación hasta situarse en un 0,10%.



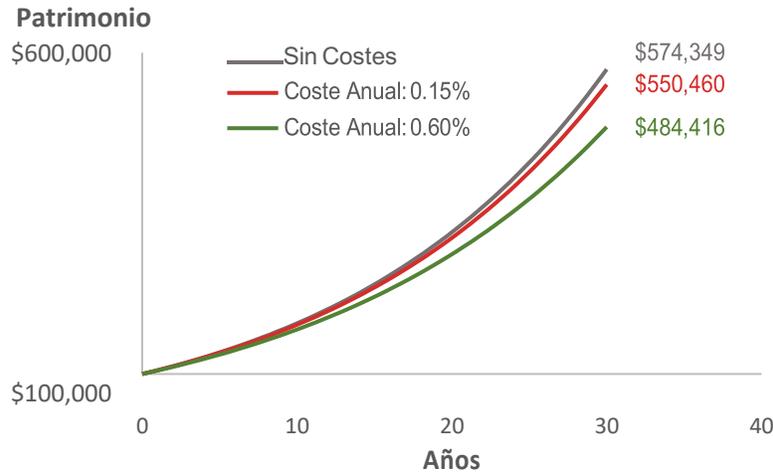
Fuente: Elaboración propia a partir de Vanguard (2019b)

La media de costes de los competidores de Vanguard, por otro lado, también se han reducido en el periodo 1975-2018 pero en menor medida. Del gráfico 1 se extrae cómo Vanguard se ha ido desmarcando en materia de bajo coste hasta conseguir una diferencia de casi medio punto porcentual respecto de sus competidores.

La firma creada por Bogle asegura que los costes medios de sus inversores fueron de un 0,11% en 2017, mientras que los de la competencia fueron de un 0,62%. En el gráfico 2 se muestra una aproximación de

la diferencia que supondría invertir en Vanguard (línea roja) frente a otra empresa de la competencia (línea verde).

Gráfico 2. El impacto en el largo plazo de los costes asociados a la inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de Vanguard (2019c)

Bogle tenía claro que el tiempo es uno de los mayores aliados del pequeño inversor y se encargó de crear un producto y una estrategia de inversión adecuada para sacar el máximo partido. De hecho, gracias a Bogle y su ideavanguardista, hoy sería posible comprar todo el mundo con un sólo fondo indexado.

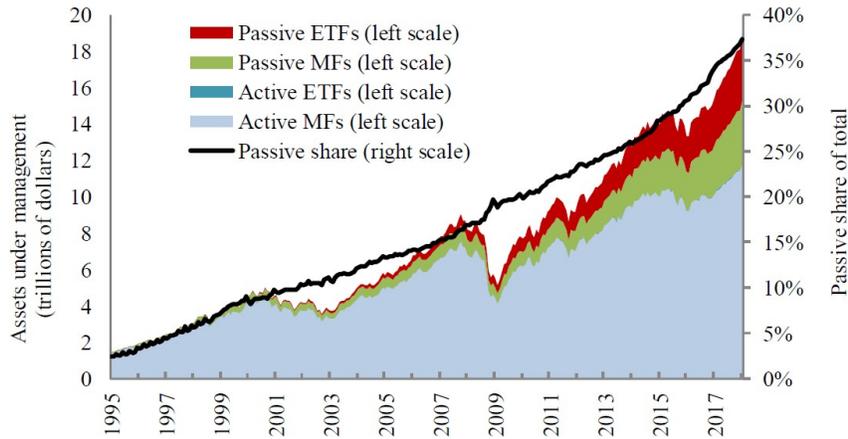
En definitiva, la contribución de Bogle a la industria financiera ha sido muy importante, más de lo que se le ha reconocido en los últimos años. Sin sus aportaciones, la gestión pasiva no habría podido llegar a alcanzar la realidad actual.

1.3 Evolución

La gestión pasiva viene constituyendo una de las formas de inversión más relevantes en los últimos años. Según diversos informes, ya en 2016 esta modalidad inversora captó el 85% de todo el dinero “nuevo” que se invirtió en fondos, y se considera que en los años siguientes esta cifra se ha incrementado todavía más.

Con ayuda del gráfico 3 podemos observar cómo, a finales del siglo pasado, la gestión pasiva en Estados Unidos representaba en torno a un 10% del total de activos bajo gestión. Cabe mencionar también el auge que experimentó este tipo de inversión durante el año 2008, en el contexto de la crisis económica. Desde este evento es cuando más han crecido las estrategias pasivas – tanto fondos pasivos como ETFs – hasta alcanzar en 2018 una proporción del 37%, aproximadamente, sobre el total de activos gestionados.

Gráfico 3. Total assets in active and passive MFs and ETFs and passive share of total

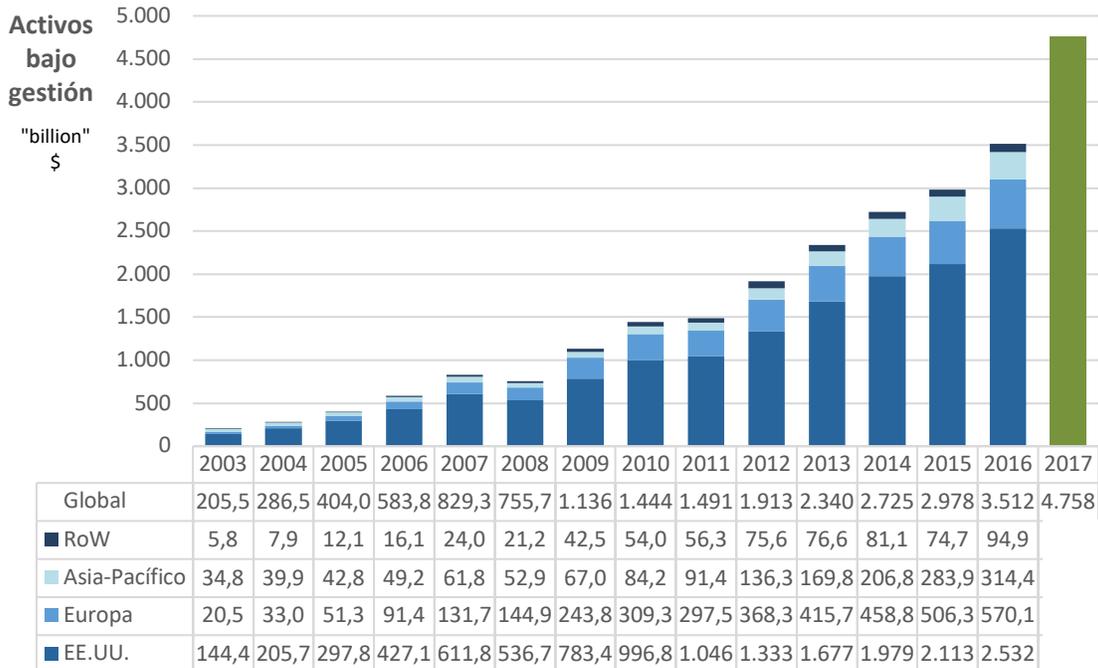


Fuente: Anadu et al. (2018)

La categoría de instrumentos de gestión pasiva más extendida son los *Exchange-Traded Products* o ETPs. De acuerdo con un informe de Deutsche Bank, el crecimiento de los ETPs a nivel global ha sido de un 24,4% anualizado. (Deutsche Bank, 2017)

En el gráfico 4 se puede apreciar el crecimiento exponencial de dichos productos, además de una división geográfica. La información extraída del informe de Deutsche Bank se ha complementado con un informe más actual elaborado por BlackRock, aunque menos detallado en cuanto a la división por áreas geográficas.

Gráfico 4. Crecimiento de los ETPs por zona geográfica



Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017) y BlackRock (2018)

El volumen de activos gestionados mediante ETPs a nivel global superó los 4.7 billones de dólares a finales de 2017, tal y como se puede observar en la tabla contenida en el gráfico 4. Del mismo gráfico se puede extraer que Estados Unidos es la región más relevante en cuanto a este tipo de productos se refiere, con un peso en 2016 de un 72% sobre el total de activos bajo gestión.

Según BlackRock, los flujos hacia este tipo de instrumentos han seguido una tendencia creciente en la última década, siendo 2017 el año más representativo con un total de 0.66 billones (o 659 miles de millones) de dólares de flujos de entrada. (BlackRock, 2018)

Sin embargo, a pesar de estas elevadas tasas de crecimiento, el tamaño del mercado de ETFs (instrumento más representativo dentro de los ETPs) es muy pequeño en relación con otros activos.

El gráfico 5 nos permite entender visualmente dicha diferencia. Los fondos cotizados aparecen en rojo en el margen inferior derecho. El volumen de activos invertidos en ETFs se estimaba en 2016 en 3.5 billones de dólares, mientras que los derivados, la renta fija, o la industria de gestión de activos a nivel global tenían un tamaño de 482, 100 y 69 billones, respectivamente.

Gráfico 5. Tamaño relativo del mercado de ETFs



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS (2019a), BIS (2019b), BCG (2017) e ICI (2017)

2. Modalidades de Inversión con Gestión Pasiva

Si consideramos inversión pasiva aquella en la que el inversor “se sienta sobre el activo y espera”, sin pretender participar con su experiencia y decisiones, sean propias o proporcionadas por un gestor, en la marcha de la inversión, es indudable que deberíamos incluir como tal:

- la compra de una determinada acción bursátil con idea de mantenerla a lo largo del tiempo para, al final, percibir su revalorización así como los dividendos que el valor haya podido distribuir durante ese período;
- también, la compra de un bono soberano o de deuda privada, que el inversor lo mantiene hasta su vencimiento y percibe el interés acordado;
- o la constitución de un depósito a plazo fijo.

Estaríamos en todos estos casos ante operaciones financieras que no requieren más intervención del inversor que la decisión de comprar y, en su caso, vender, por lo que la pasividad es clara.

Pero en este trabajo se ha preferido profundizar en los vehículos de inversión pasiva que hoy día se comercializan y que permiten al inversor particular un grado de sofisticación -y de ahorro de costes- muy importante.

En este sentido, los principales vehículos que se pueden encontrar en el campo de la inversión con gestión pasiva serían, fundamentalmente, los siguientes:

1. fondos “índice” o indexados
2. ETFs, también llamados fondos cotizados
3. instrumentos derivados

Pasemos a analizar con más detalle cada uno de ellos:

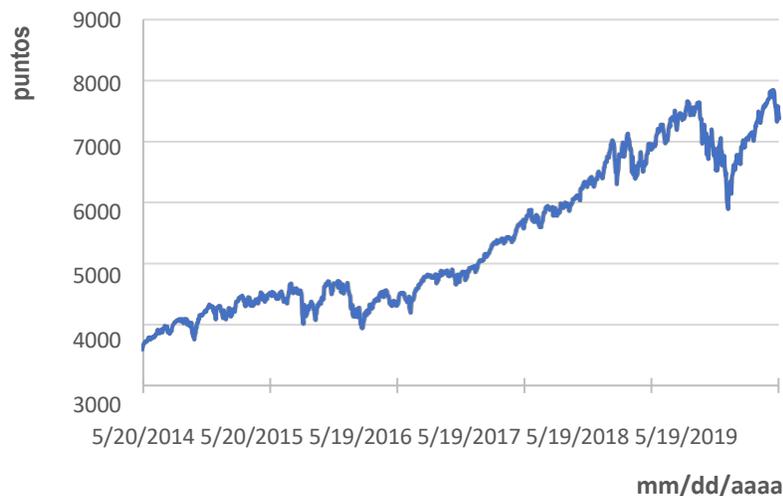
2.1 Fondos de Inversión Indexados

Los fondos indexados, fondos índice o de gestión pasiva son fondos de inversión que intentan replicar de un modo exacto el comportamiento de un índice bursátil. Por lo tanto, el objetivo de estos fondos es “copiar” de la forma más fiel posible el comportamiento de su índice, comprando las empresas que lo componen y vendiendo aquellas que el índice deja de incluir.

Es decir, los fondos indexados pretenden obtener la misma rentabilidad que sus índices de referencia. Su objetivo no es batir al mercado (el principal objetivo que tienen los fondos de inversión activa), sino tener el mismo comportamiento que él. Por los gastos que toda gestión lleva implícita, es prácticamente imposible que estos fondos obtengan exactamente el mismo resultado que el índice que replican, pero se acercan mucho a él. Y buscan minimizar el riesgo confiando en la rentabilidad histórica que presentan los índices bursátiles.

Para comprobarlo, observemos en el gráfico 6 la evolución del índice norteamericano NASDAQ-100 en los últimos 5 años. De 3.600 puntos el 20 de mayo de 2014 pasó a alcanzar los 7.376, 5 años después:

Gráfico 6. Evolución NASDAQ-100 (2014-2019)



Fuente: Elaboración propia a partir de Yahoo Finance (2019)

Un fondo de inversión indexado que hubiera invertido siguiendo este índice habría conseguido una rentabilidad muy similar al de este índice.

Existen notables diferencias entre los fondos índice y los ETFs, como por ejemplo, que éstos últimos suelen tener unos costes operativos aún más bajos que los de los fondos. Y respecto a esta cuestión, existe desde hace tiempo una verdadera pugna entre las gestoras de inversión por lanzar al mercado el ETF más económico en lo relativo a sus gastos de gestión. No hace mucho se ha tenido conocimiento en los mercados de que la firma JPMorgan Chase & Co. había empezado a comercializar el ETF más barato de los Estados Unidos, con un coste de un 0,02% sobre la cantidad invertida.

Y ello se produjo apenas una semana después de que Vanguard, una de las mayores gestoras de activos del mundo, como se ha indicado anteriormente, anunciara una nueva rebaja en las comisiones de uno de sus fondos bandera como es el Vanguard Total Bond Market ETF hasta niveles del 0,03%. Y eso no era todo: daba a entender que esa no sería la única rebaja. De hecho, recortar las comisiones es una estrategia que la gestora americana lleva utilizando ya hace tiempo, pues hace menos de un año informó de su intención de dejar de cobrar comisión alguna en cerca de 1.800 de sus productos siempre que los clientes los contrataran a través de su plataforma.

Hay que esperar ahora la respuesta de otros “grandes” del sector de la gestión pasiva, como BlackRock Inc., que han creado negocios multimillonarios a partir de fondos indexados baratos. Hay que tener en cuenta que JPMorgan ha sido una de las últimas gestoras que han incluido en su oferta productos del tipo de los ETFs. Lo anunció a finales de 2014 y, según datos de Morningstar, en estos años la gestora ha conseguido situarse en el puesto número 20 en el ranking de gestoras de ETF con una cuota de mercado del 0,14% a nivel mundial.

Por lo tanto, lo que parece claro es que todos los “players” de este negocio no están dispuestos a perder opciones en un mercado que está valorado en 3,7 billones de dólares.

Porque, para algunos expertos en la materia, ese precio de contratación fijado por JPMorgan puede que en el futuro no sea lo suficientemente bajo, ya que hay analistas que vaticinan que la aparición de ETFs sin coste es sólo una cuestión de tiempo.

Esa posibilidad ha cobrado fuerza tras conocerse que la firma Fidelity Investments lanzó los primeros fondos gratuitos el año pasado. Y ya se comenta entre el sector que la firma Social Finance Inc., está trabajando en el lanzamiento de dos nuevos ETFs que no cobrarán comisión de gestión, al menos durante el primer año.

De hecho, cada vez son más los analistas que coinciden en la posibilidad de que la industria de los ETFs acabe por sucumbir a la política de comisiones al 0%, teniendo en cuenta la guerra de costes que llevan años librando unas gestoras a las que, además, el contexto cada vez se les complica más de cara a conseguir buenos rendimientos, por no mencionar el incremento de la competencia que se produce día a día.

Pero, ¿es sostenible comercializar productos de inversión al 0% de coste? Parece ser que lo que las gestoras pretenden con ello es ganar volumen, atrayendo a grandes inversores institucionales hacia sus firmas y por ello abaratan sus productos. Pero habrá que ver si esa estrategia de ETFs a los que se les aplican comisiones mínimas, o incluso inexistentes, les proporciona el resultado esperado, como afirman desde la consultora Ernst & Young: “Los promotores de ETFs tienen que aceptar la presión de costes como algo que perdurará en la industria. Pero eso no implica que los ETFs con cero comisiones se conviertan en la norma general. Hay límites con respecto a la velocidad a la que los promotores pueden reducir costes y cuánto de bajos pueden llegar a ser”.

Más allá de las cuestiones financieras, hay que reconocer que los fondos indexados son más accesibles para el inversor general, pero cuentan con una oferta más limitada. Por el contrario, a gama de ETFs es mucho más amplia y puede englobar sectores enteros, materias primas concretas, la economía de un país, de una región e incluso la tendencia de la economía mundial.

Existe una amplísima variedad de fondos indexados; podríamos decir que tantos como índices bursátiles existen en el mundo. Veamos algunos de ellos:

- Fondos indexados a la bolsa de España:
 - Caixabank Bolsa Índice España
 - BBVA Bolsa Índice
 - Santander Índice España Openbank
 - Evo Fondo Inteligente Ibex 35
 - Bankinter Futuro Ibex
 - ING Direct Fondo Naranja Ibex 35
 - Bankia Índice Ibex
 - Imantia Ibex 35

- Fondos indexados a bolsas de Europa:
 - Caixabank Bolsa ÍndiceEuro
 - Bankinter Índice Europeo50
 - ING Direct Fondo Naranja Euro Stoxx
 - Pictet-Euroland Index-REUR
 - Pictet-Europe Index REUR
 - Vanguard European Stock Index Fund
 - Amundi Index MSCI EMU - AE
 - Amundi Index Solutions - Amundi Index MSCI Europe

- Fondos indexados a bolsas de EEUU:
 - BNY Mellon S&P 500 Idx Tracker
 - Bankinter Índice AméricaFI
 - ING Direct Fondo Naranja Standard & Poor's 500
 - Pictet-USA Index-REUR
 - Amundi IndexMSCINorthAmerica
 - Amundi Funds Index Equity USA AE
 - Vanguard U.S. 500 Stock Index Fund

Los fondos indexados tienen unos costes de gestión más bajos que los fondos de inversión tradicionales. Esto es así porque los primeros son más sencillos en operativa, ya que el objetivo es replicar el índice y el número de transacciones es menor, con lo que se consigue rebajar los gastos asociados a la gestión. Los clientes o partícipes pueden comprar o vender un fondo a través de su entidad bancaria, por un valor de liquidación que se determina al cierre de la sesión.

2.2 ETFs

Los ETFs, denominados así por las iniciales de su nombre en inglés: *Exchange-Traded Funds*, o Fondos Cotizados, también tienen como objetivo replicar un determinado índice (de bolsa, renta fija, divisas o materias primas, principalmente). Ahora bien, existe una clara diferencia con respecto a los fondos indexados: los primeros se pueden comprar o vender en los mercados bursátiles en cualquier momento de la sesión (en España de 9:00h a 17:35h), ya que cotizan como cualquier acción. Esta desigualdad, como se verá en el apartado 2.2.3., también acarreará distintos tratamientos a nivel fiscal.

Los ETFs tienen un valor liquidativo (calculado por el valor del activo neto, o *Net Asset Value*) que se publica al cierre de la sesión bursátil, pero los inversores pueden comprar en tiempo real el ETF al precio que fije el mercado en cada momento.

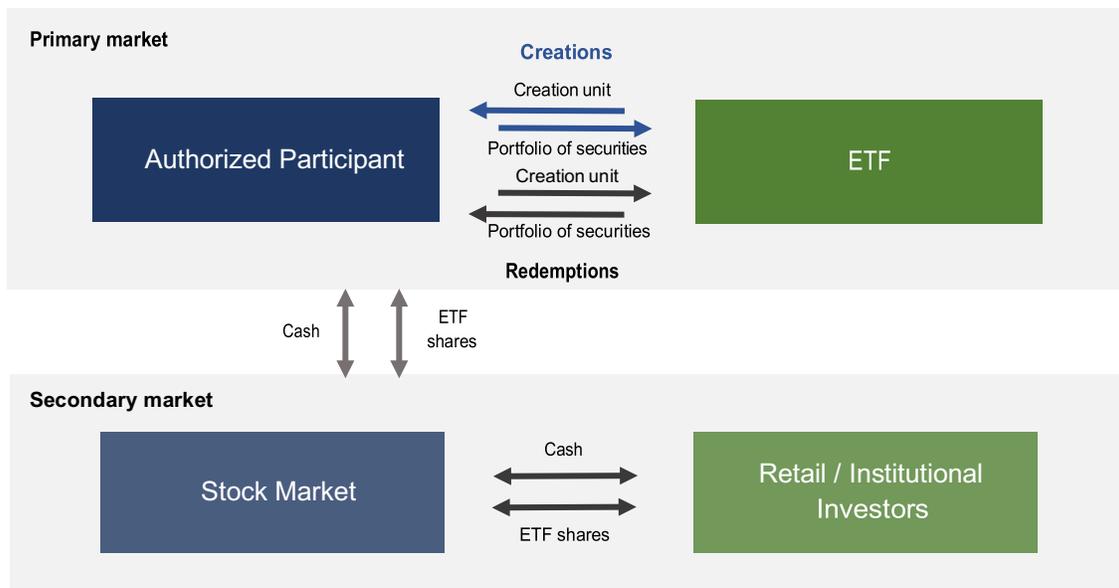
En los ETFs, al igual que ocurre en el resto de acciones, es posible limitar nuestras pérdidas introduciendo órdenes tipo “stop loss”, algo que no se puede hacer a través de los fondos de inversión.

El gráfico 7 muestra cómo funciona un ETF. Los inversores particulares que quieren adquirir (o vender) participaciones de un fondo cotizado, no lo hacen directamente de la empresa que lo gestiona, sino que lo hacen a través de una bolsa de valores.

Existe una figura llamada el Especialista o “Authorized Participant” en inglés – normalmente un inversor institucional o un creador de mercado– que ejerce de intermediario entre la gestora y el mercado en el que se comercian los valores. Este intermediario pacta la adquisición de bloques de acciones o “creation units” a cambio, normalmente, de la entrega de los valores subyacentes al ETF.

Una vez el especialista dispone de las acciones del fondo cotizado, las vende a la Bolsa de Valores en la que cotizan y, a través de la cual, los inversores particulares e institucionales las podrán adquirir.

Gráfico 7. Proceso de creación y reembolso de un ETF



Fuente: Elaboración propia a partir de Kosev and Williams (2011)

Existen dos métodos para replicar la evolución del índice subyacente del ETF: la réplica directa o física y la réplica indirecta o sintética.

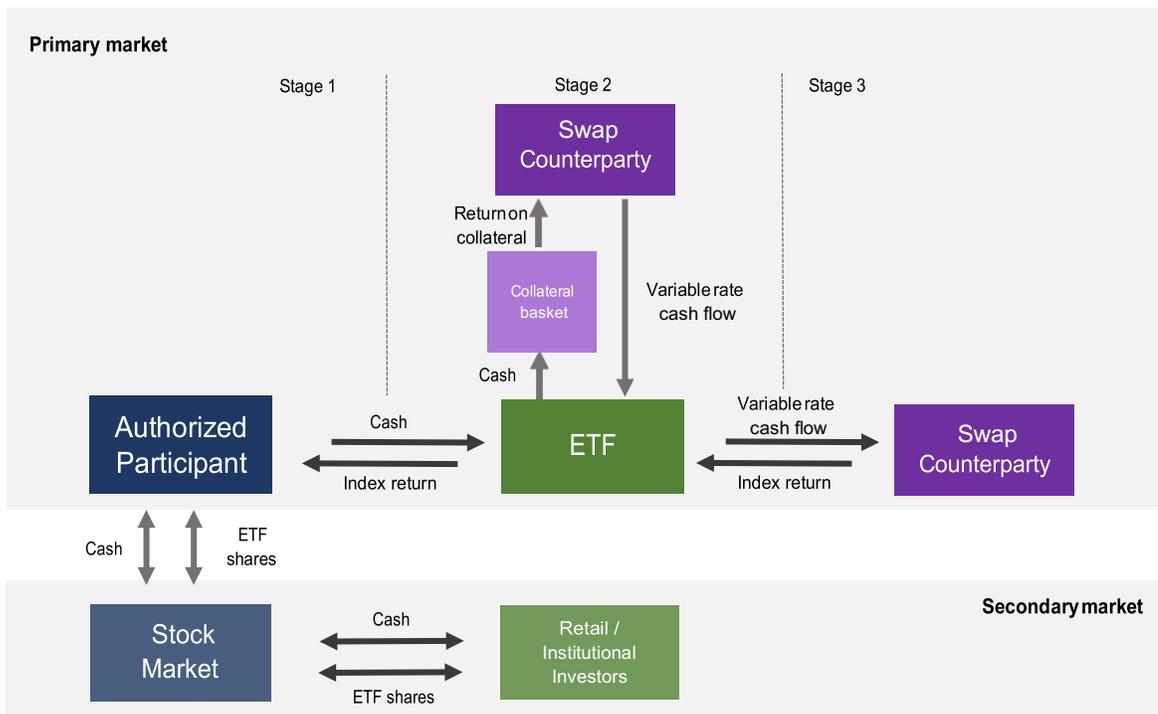
- La réplica física o directa consiste en la compra directa de los valores de las sociedades que pertenecen en cada momento al índice, bien sean todos ellos o únicamente una muestra, puesto que es posible obtener la réplica con una muestra de valores y conseguir el mismo comportamiento que haga el índice completando la cartera con productos derivados. Los valores que forman parte del fondo se ajustan periódicamente, replicando los cambios en la composición

y peso de los valores del índice. Se trata pues de conseguir que la composición y el peso de los valores que integran la cartera del fondo sean lo más próximos posible a la del índice.

- La réplica indirecta o sintética, con la que se persigue obtener la misma rentabilidad del índice, pero sin ninguna adquisición de valores concretos, sino a través de la utilización de instrumentos financieros derivados (generalmente, los futuros o los *swaps*).

Un ejemplo de ETF sintético aparece detallado en el gráfico 8. En este tipo concreto, la sociedad gestora del fondo cotizado está involucrada en dos contratos *swap*. Primero, se venden acciones a los especialistas a cambio de dinero, que la sociedad gestora utiliza para invertir en una serie de activos – probablemente distintos a los que replica – y que forman su garantía. Los rendimientos que se deriven de ellos los intercambiará por un rendimiento variable, a través del primer contrato *swap*. El flujo que reciba de esta contraparte lo utilizará para permutarlo por el rendimiento que debe ofrecer el ETF, a través de un segundo contrato *swap*.

Gráfico 8. Ejemplo de un ETF sintético con *Swap*



Fuente: Elaboración propia a partir de Kosev and Williams (2011)

Igual que ocurría en el ejemplo descrito en el gráfico 7, la bolsa de valores en la que se coticen las acciones de este fondo ejercerá de intermediario entre el especialista y los inversores particulares y/o institucionales.

2.2.1 Tipología

Existen varios tipos de ETFs o fondos cotizados, que vienen explicados a continuación:

- Tradicionales

Reproducen el comportamiento del índice de referencia al que siguen, por lo que ofrecen rentabilidad cuando el mercado sube (y lógicamente pérdidas si el mercado baja).

Hay que tener, sin embargo, en cuenta que el valor liquidativo de un fondo cotizado puede ser distinto del valor de su índice de referencia, debido a las comisiones y gastos que soporta el fondo y a los dividendos que pueden abonar los valores que integran la cartera del fondo cotizado.

- Inversos

Reproducen el comportamiento contrario a su índice de referencia, por lo que ofrecen una rentabilidad cuando el mercado cae y pérdidas si el mercado sube. Por ejemplo: en un ETF inverso referenciado al IBEX35, si el índice cayera un 1% el ETF obtendrá una rentabilidad en torno al 1%.

- Apalancados

Son ETFs que multiplican por 2 o por 3 veces la exposición al índice, con lo que el beneficio potencial que pueden obtener es mucho mayor (aunque también llevan aparejado un gran riesgo pues, en caso de que el índice baje, las pérdidas que experimente el ETF también se ven multiplicadas en la misma proporción). Por ejemplo: si invertimos en un ETF apalancado al 200% sobre el IBEX35, si el índice sube un 1% el ETF ganará un 2% (y si baja un 1% el ETF perderá un 2%).

- Inversos apalancados (también llamados ultrainversos)

Constituyen una combinación de los dos anteriores, de forma que duplican o triplican el movimiento contrario al del índice de referencia. Por ejemplo: en un ETF ultrainverso al 200% sobre el IBEX35, si este índice baja un 1% en una determinada sesión, el ETF obtendrá un beneficio de alrededor del 2% (y lo contrario, pero en la misma proporción, si el índice sube en la sesión).

Y desde el punto de vista del activo que les sirve de referencia, el abanico de ETFs que se pone a disposición del inversor es amplísimo; más aún que el de los Fondos Índice. Y ello porque mientras los fondos tienen como referencia un índice bursátil, sea del país que sea, un ETF puede referenciarse a una multitud de activos: índices bursátiles (sean de renta variable o de renta fija) de diferentes países del mundo, de diferentes sectores dentro de los mismos, cestas de valores, tipos de interés, petróleo, oro, plata, platino y otros metales (preciosos o no), trigo, maíz, divisas, volatilidad de los mercados... e incluso marihuana.

Atención a lo que publicaba al respecto el medio económico inglés Financial Times el pasado 9 de marzo:

“El primer fondo cotizado mundial de cannabis va camino de convertirse en el segundo ETF más rentable

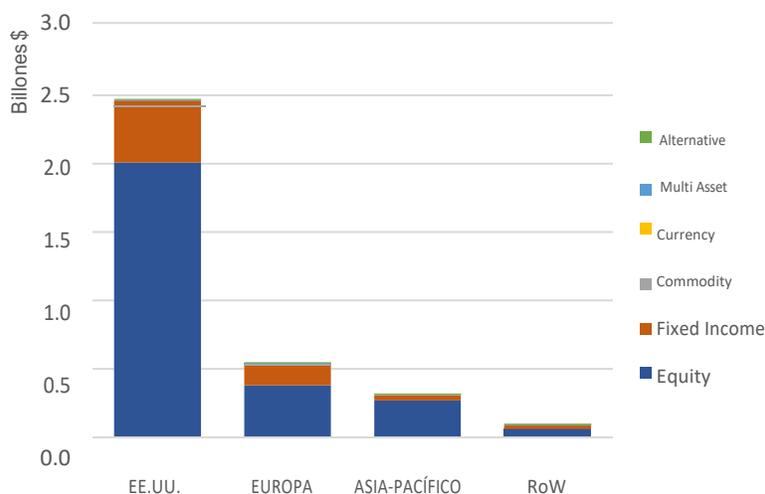
de Canadá tras ofrecer un 50% en lo que va de año. El fondo Horizons Marijuana Life Sciences Index ha crecido a 1.300 millones de dólares en activos pese a sufrir algunas salidas este año, lo que lo convierte en el decimotercero mayor ETF canadiense, según el proveedor de datos ETFGI...” (Walker, 2019)

2.2.2 Evolución

Según un informe elaborado anualmente por Deutsche Bank, en 2016 los activos gestionados mediante fondos cotizados eran de 2.47, 0.54, 0.31 billones de dólares en Estados Unidos, Europa y Asia-Pacífico, respectivamente. Dicho de otra manera, prácticamente el 90% de los ETFs a escala global se concentran en EE. UU. y en Europa y, además, el mercado estadounidense de este tipo de productos tiene un tamaño cinco veces superior al europeo.

Los activos totales invertidos en ETFs a escala global se estimaban en 3.5 billones de dólares, de los cuales: un 72% correspondía a Estados Unidos, un 16% a Europa, un 9% a la región de Asia-Pacífico y, el restante 3% al resto del mundo.

Gráfico 9. ETFs: Activos bajo gestión por región y clase de activo (2016)



Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017)

Tal y como se puede observar en el gráfico 9, las clases de activo que subyacen a los ETFs son predominantemente acciones y renta fija (el resto son inapreciables). En ninguna de las regiones analizadas el porcentaje de fondos cotizados de acciones y renta fija es inferior al 96.5%.

Es evidente que, en EE. UU., la inversión en ETFs es mayor que en cualquier otra región. Con la finalidad de poder llevar a cabo una mejor comparación se han calculado la cantidad de activos gestionados mediante fondos cotizados por habitante.

Tabla 2. Inversión en ETF per cápita en Europa y Estados Unidos

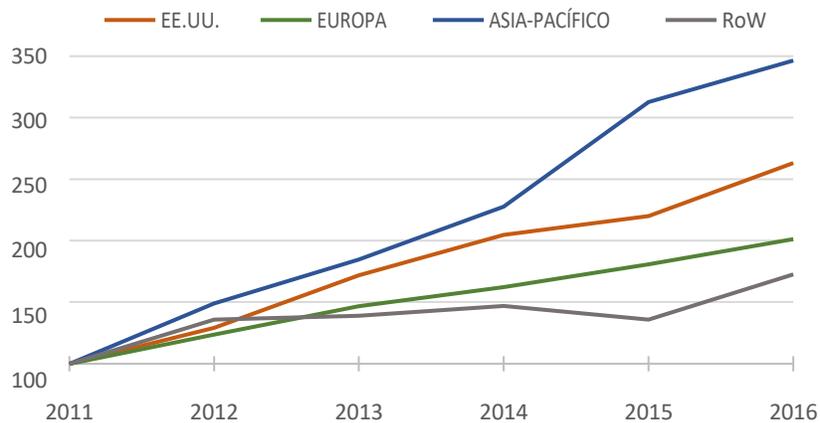
| | Población (millones de habitantes) | ETF AUM (millones \$) | Inversión en ETF per cápita (\$) |
|----------------|------------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| Europa | 511.37 | 543,668 | 1,063.15 |
| Estados Unidos | 327.17 | 2,470,921 | 7,552.47 |

Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017), Eurostat (2019) y US Census Bureau (2019)

En la tabla 2 vienen recogidos datos de población y activos gestionados a través de ETFs que nos permiten llegar a la conclusión de que en Estados Unidos la proporción inversión en ETF per cápita es 7 veces superior a la de Europa.

Como ya se ha comentado anteriormente, esta clase de instrumentos de inversión han experimentado un auge más que significativo desde la Gran Recesión. Entre los años 2011 y 2016, la región en la que más crecieron los ETFs fue Asia, seguido de EE. UU. Mirando el gráfico 10 se puede extraer como, en Asia, los activos gestionados mediante fondos cotizados se multiplicaron por 3.5 en estos seis años; mientras que en Estados Unidos la ratio fue de 2.6 veces. Por otra parte, en Europa los ETFs gestionaban dos veces más activos en 2016 que en 2011.

Gráfico 10. Evolución ETFs por activos bajo gestión y región (2011-2016)



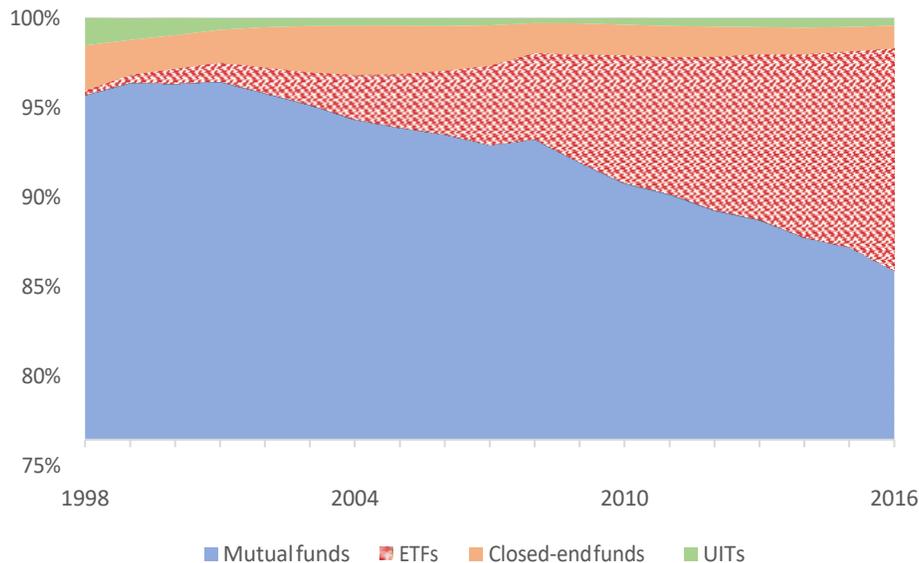
Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017) y Deutsche Bank (2014)

Las regiones de Asia, por la expansión de los últimos años, juntamente con Estados Unidos y Europa, por ser las que gestionan un mayor número de activos, merecen un análisis más exhaustivo:

- ETFs en Estados Unidos

Este país norteamericano ha experimentado una notable evolución de los fondos cotizados en las últimas dos décadas. Tal como se puede ver en el gráfico 11, los ETFs han pasado de representar una proporción prácticamente nula en 1998, a un 13% del total de activos gestionados en 2016 por las distintas compañías de inversión. Este incremento se ha producido a expensas de las demás categorías, especialmente los fondos de inversión, que han perdido 10 puntos porcentuales de cuota en el periodo analizado.

Gráfico 11. EE.UU.: Evolución de los activos gestionados por las distintas categorías de vehículos de inversión (1998-2016)



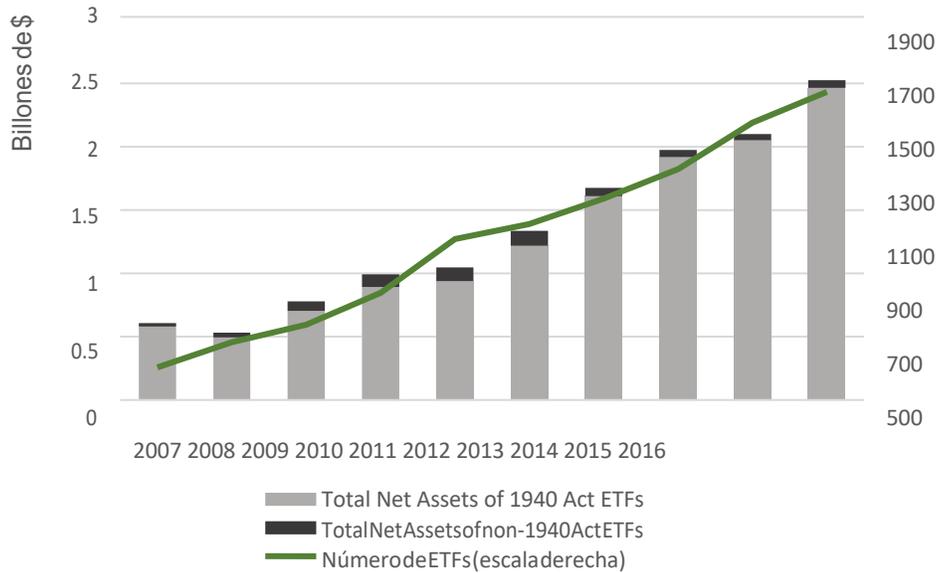
Fuente: Elaboración propia a partir de Investment Company Institute (2017)

En color verde en el gráfico 11 aparecen los UITs o *Unit Investment Trusts*, que son un tipo de compañía de inversión con características similares a los fondos de inversión y a los fondos cerrados, con la peculiaridad de tener un horizonte temporal de inversión acotado.

Estados Unidos es una de las jurisdicciones que regulan los ETFs, al igual que Alemania o Irlanda, entre otros. Dichos instrumentos son objeto de regulación del *Investment Company Act of 1940*, promulgado por la Security and Exchange Commission, y que también regula a los fondos de inversión o a los fondos de capital privado o *private equity*.

La mayor parte de ETFs están regulados por la mencionada normativa, como se puede observar en el gráfico 12. En 2016 únicamente un 2,5% de los fondos cotizados estaba fuera del '40 Act, pero eso no significa que no estén regulados. Esa minoría, que invierten en materias primas o en moneda extranjera, se registran en la SEC y en algunos casos en la Commodity Futures Trading Commission y se regulan a través de *Securities Act of 1933*. (ICI, 2017)

Gráfico 12. EE. UU.: Evolución ETFs por número y por regulación aplicada

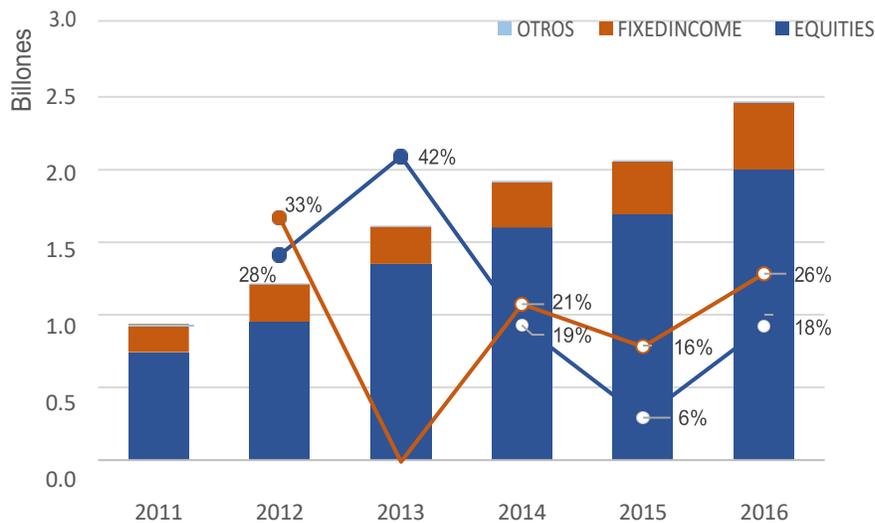


Fuente: Elaboración propia a partir de ICI (2017)

Los activos gestionados mediante fondos cotizados eran, a fecha de diciembre de 2011, de 0.94 billones de dólares. Durante los años siguientes los activos gestionados por ETFs de renta fija crecieron más que los de acciones, exceptuando el año 2013 como se puede ver en el gráfico 13.

El incremento de estos instrumentos fue superior al 160% en el periodo analizado, hasta situarse en 2.47 billones de dólares en activos. Durante estos años, la proporción renta variable/renta fija se ha mantenido relativamente estable en torno a un 80/20.

Gráfico 13. EE. UU.: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo

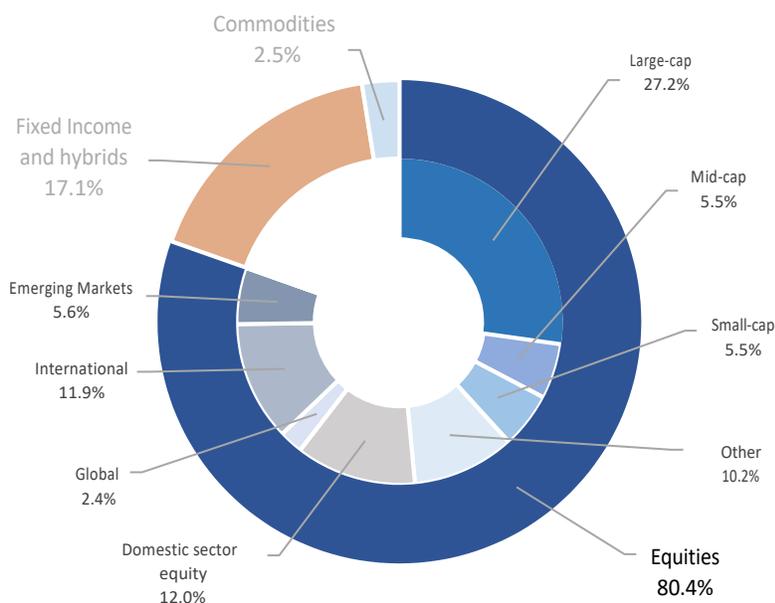


Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017) y Deutsche Bank (2014)

Teniendo en cuenta que una proporción muy elevada del dinero invertido en fondos cotizados está replicando índices bursátiles, es interesante destacar, como muestra el gráfico 14, que más de un 27% del total de activos se concentran en empresas de gran capitalización bursátiles (lo que equivale a más de un tercio de los activos invertidos en renta variable).

Por otro lado, en cuanto a la región en la que invierten los ETFs de renta variable, los más comunes son los de la categoría “internacional”, que engloba a aquellos fondos que invierten en uno o varios países.

Gráfico 14. EE. UU.: Proporción de ETFs de renta variable por categoría



Fuente: Elaboración propia a partir de Investment Company Institute (2017)

Según datos del Investment Company Institute, y que vienen recogidos en la tabla 3, el perfil de un inversor en ETFs es muy similar al de aquel que invierte en fondos de inversión. Sin embargo, presentan algunas diferencias como una posición económica más potente, representada por la renta y las inversiones de la unidad familiar; una mayor formación académica, ya que un mayor porcentaje de inversores en ETFs tiene estudios universitarios; o el hecho de poseer un plan de pensiones individual.

En otro informe más completo del ICI sobre las características de los hogares estadounidenses, se hace referencia a que el perfil del inversor en ETFs es más joven que el de los fondos de inversión. Esto, que también se podría adivinar de los datos de la tabla 3, se ha extraído de datos sobre edad, años trabajados, edad de los hijos, porcentaje de jubilados, entre otros. (ICI, 2018)

Estos datos parecen indicar que podría haber una mayor proporción de inversores en fondos de inversión que lo hagan con desconocimiento, al haber una menor ratio de individuos cualificados; o, también, que los inversores en ETFs lo hacen con una visión más de largo plazo al tener también planes de pensiones.

Tabla 3. EE. UU.: Características de los hogares que invierten en ETFs

| | Todos los hogares | Invierten en ETFs | Invierten en fondos de inversión | Invierten en acciones individuales |
|---|-------------------|-------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| Características (Mediana) | | | | |
| Edad del cabeza de familia | 51 | 51 | 51 | 53 |
| Renta unidad familiar | 55,000 | 120,000 | 94,300 | 100,000 |
| Activos financieros unidad familiar | 85,000 | 375,000 | 200,000 | 300,000 |
| Condición de la persona encargada de ahorros e inversiones (%) | | | | |
| Estudios universitarios o posgrado | 33 | 67 | 50 | 55 |
| Empleado | 62 | 78 | 76 | 74 |
| Jubilado | 28 | 22 | 24 | 26 |
| Posee <i>Individual Retirement Account</i> | 34 | 77 | 63 | 62 |
| Posee <i>Defined Contribution retirement plan</i> | 47 | 78 | 85 | 74 |

Individual Retirement Account Fuente: Elaboración propia a partir de ICI (2017)

En la tabla 2 (anexo) puede encontrarse una relación de los cinco ETFs de mayor tamaño, en términos de activos bajo gestión. Todos ellos replican a índices de renta variable y suman un 20% del total de activos gestionados mediante este tipo de instrumentos en Estados Unidos. Actualmente, los principales proveedores de ETFs en Estados Unidos son State Street, BlackRock y Vanguard.

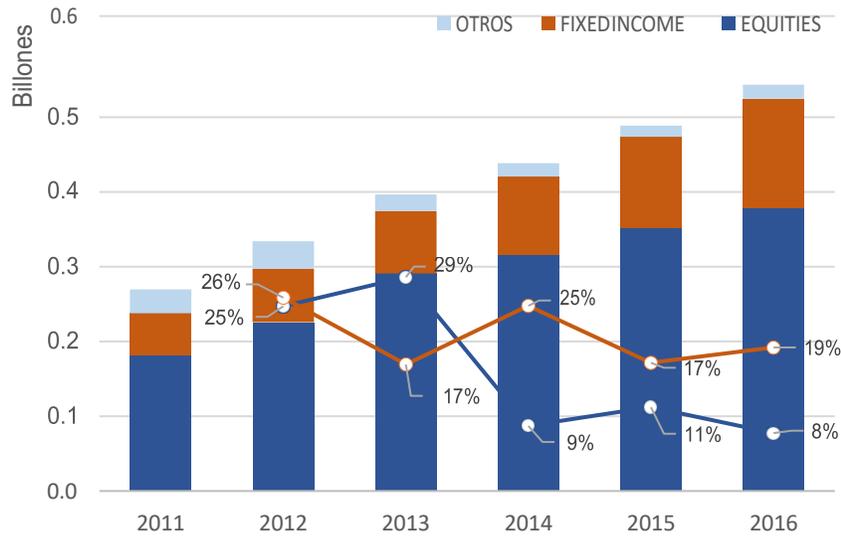
- ETFs en Europa

Según Morningstar, en Europa, los ETFs ya han alcanzado a los fondos de inversión indexados – que llevan más tiempo establecidos – en activos bajo gestión. (Morningstar, 2017)

Como se puede observar en el gráfico 15, los activos gestionados por fondos cotizados europeos crecieron, o más bien se doblaron, de 0.27 a 0.53 billones de dólares entre 2011 y 2016.

De manera homóloga a lo ocurrido en EE.UU. en este mismo periodo, los activos gestionados mediante ETFs europeos de renta fija crecieron a tasas superiores a los de acciones, salvo en 2013. Esto supuso que los fondos cotizados de *fixed income* ampliaran su cuota hasta situarse en un 27% en 2016, frente a un 70% de los de *equities*.

Gráfico 15. Europa: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo



Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017) y Deutsche Bank (2014)

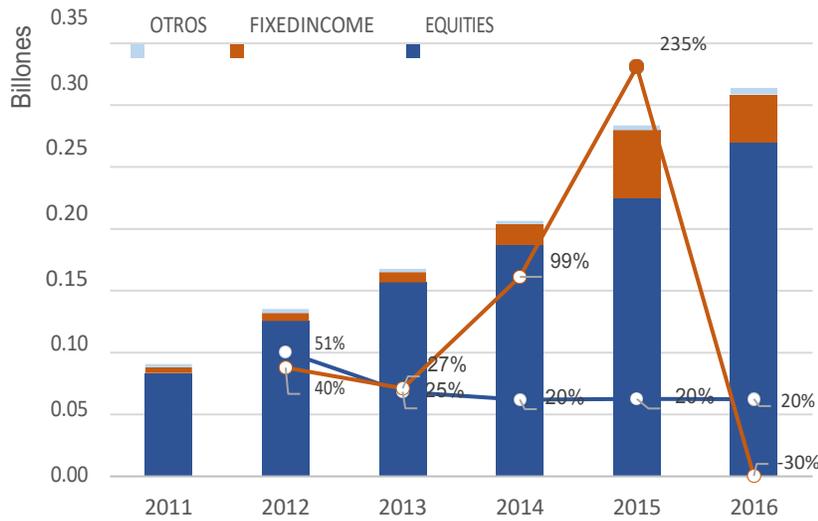
Entre los cinco ETFs más grandes que se pueden encontrar en el mercado europeo, cuatro de ellos son de acciones mientras que sólo uno replica un índice de renta fija, tal y como se puede ver en la tabla 2 (anexo). Todos ellos suponen un 10% del total de activos gestionados por fondos cotizados en Europa.

Los ETPs europeos, desde el año 2009, han mantenido un método de réplica predominantemente física. También es relevante que cada vez son más comunes los ETPs que replican un índice de manera directa: en el año 2016 se estimaban en un 77%, mientras que los que lo hacían de manera indirecta agrupaban el restante 23% de los activos gestionados. (Morningstar, 2017)

- ETFs en Asia-Pacífico

El caso de la región Asia-Pacífico es algo más atípico por dos razones: primero, por el espectacular crecimiento al que ya se ha hecho referencia y, segundo, por la volatilidad en el crecimiento de los activos gestionados por ETFs de renta fija. Como se puede observar en el gráfico 16, las tasas de crecimiento de estos instrumentos fueron tan grandes entre 2013 y 2015, que los activos aumentaron en un 150% entre estos años.

Gráfico 16. Asia-Pacífico: Evolución AUM y tasas de crecimiento por clase de activo



Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017) y Deutsche Bank (2014)

Esta región ha sido la única entre las analizadas en la que los ETFs de renta variable han disminuido su tamaño relativo, de un 92 a un 86%. Como se puede observar en el gráfico 16, los activos gestionados por ETFs de *equities* han ido aumentando a tasas iguales o superiores al 20%, pero los de *fixed income* han experimentado un crecimiento mucho mayor.

2.2.3 Fiscalidad

Se podría decir que los ETFs no gozan de mayores ventajas fiscales que los fondos indexados. Esto es así porque el traspaso entre fondos de inversión está exento de tributación, en un proceso que se conoce como diferimiento. Dicho de otra manera: la plusvalía latente que se ponga de manifiesto con la venta de las participaciones de un fondo de inversión estará exenta de tributación siempre y cuando se reinvierta el importe en otro fondo de inversión.

La exención a la que se acaba de hacer referencia se aplica a todos los fondos de inversión (incluyendo los indexados), pero no a los fondos cotizados, que pueden ser considerados como acciones. Las plusvalías generadas a consecuencia de la enajenación de ETFs tributarán en el ejercicio fiscal en que se produzcan, en la base imponible del ahorro y se les aplican, a fecha de 2019, los siguientes tramos de tributación (tabla 4):

Tabla 4. Tipos de gravamen aplicables según normativa española

| Base liquidable del ahorro (desde) | Cuota Íntegra | Resto Base Liquidable | Tipo (%) |
|------------------------------------|---------------|-----------------------|----------|
| 0 | 0 | 6,000 | 19 |
| 6,000 | 1,140 | 44,000 | 21 |
| 50.000 | 10,380 | En adelante | 23 |

Fuente: Elaboración propia a partir de LIRPF (art. 66)

2.3 Derivados

Los instrumentos derivados pueden utilizarse en una estrategia pasiva, especialmente cuando la función de estos es la de cubrir (o *hedge*). Además, como se ha explicado en la sección 2.2.1 cuando se hacía referencia a la tipología de fondos cotizados, algunos hacen uso de estos instrumentos para replicar un índice. Por ambas razones se ha considerado oportuno incluir un apartado explicando los instrumentos más comunes.

Los productos derivados “son instrumentos financieros que se denominan así porque su valor deriva de la evolución de los precios de otro activo, denominado activo subyacente”. (CNMV, 2019). Ejemplos de instrumentos derivados pueden ser:

- Una opción de compra sobre una determinada acción como, por ejemplo, la de una empresa cotizada como Inditex
- Futuros sobre materias primas como, por ejemplo, el petróleo o la electricidad
- *Forward Rate Agreement* o *forward* sobre tipo de interés
- Contratos de intercambio o *swaps* de divisas o de tipos de interés

El funcionamiento de este tipo de productos es el siguiente: (i) se establece un contrato a plazo en la que se establecen todos los detalles en el momento del acuerdo, y (ii) el intercambio efectivo se produce en un momento futuro.

Son productos considerados de riesgo elevado por estar sujetos al efecto apalancamiento. Esto quiere decir que los resultados pueden multiplicarse, en forma de beneficios o pérdidas, en comparación con la cantidad de dinero invertido.

Los instrumentos se negociaban principalmente, hasta la Gran Recesión, en mercados no organizados (también conocidos como *over-the-counter*). También se pueden negociar en mercados organizados, más común desde la aplicación de normativas como Dodd-Frank o MiFID II. En España, el mercado oficial de futuros y opciones financieras es el MEFF.

Las características de los derivados que se negocian en mercados organizados son las siguientes:

- Los contratos siguen unas reglas comunes por lo que están estandarizados.
 - Este tipo de contratos se pueden adquirir o enajenar en cualquier momento de la negociación
 - En la negociación de estos productos debe intervenir un intermediario autorizado
 - En casos como el de los futuros y la venta de opciones es obligatorio realizar un depósito como forma de garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de pago que puedan generarse.
- (CNMV, 2019)

Los principales tipos de productos derivados son los siguientes:

2.3.1 Futuros

Un contrato a futuro se define, en uno de los manuales más utilizados a nivel académico, como “un convenio para comprar o vender un activo en cierto momento del futuro a un determinado precio”. (Hull, 2014). Es, por tanto, un acuerdo de intercambio de una cantidad de un activo en una fecha y a un precio pactados con anterioridad. Todas las condiciones del intercambio aparecerán establecidas en el contrato.

Se conoce como “posición larga” a la que adopta el comprador de estos productos. Tras haber pagado un precio en el momento de la firma del contrato, tendrá derecho a percibir el activo subyacente en la fecha de vencimiento (siempre y cuando las condiciones del contrato establezcan la liquidación mediante entrega física). No obstante, se puede cerrar la posición antes del vencimiento realizando la operación opuesta, esto es, vendiendo futuros.

Por otro lado, la “posición corta” es la que adopta el vendedor de futuros que, tras haber recibido el precio en el momento de la firma del contrato, se compromete a entregar el subyacente el día del vencimiento (siempre que se haya establecido la entrega física como forma de intercambio). De igual forma se puede cancelar la posición comprando el mismo tipo de instrumentos antes del vencimiento.

Con periodicidad diaria, el MEFF realiza una liquidación de los contratos de futuros calculando, si las hubiere, pérdidas o ganancias de la posición de los clientes.

2.3.2 Opciones

Son contratos que suponen un derecho para el comprador y una obligación para el vendedor a comprar (o en su caso vender) una cantidad concreta del activo subyacente en un plazo y a un precio acordado con anterioridad (que se denomina precio de ejercicio o *strike*). El precio de la opción o prima es el importe que el comprador paga por adquirir ese derecho. Llegada la fecha de vencimiento y según el precio del subyacente, al comprador le interesará o no ejercerlo. Pueden existir distintos tipos de opciones:

Según el derecho que conceden se diferencian entre:

- Opción de compra o *call*. Se pueden comprar opciones de compra cuando se espera que el valor del subyacente aumente entre la fecha del contrato y el vencimiento. Llegado el día del vencimiento, si se ha cumplido lo previsto, el poseedor de la *call* ejercerá su derecho y el vendedor estará obligado a hacer entrega del activo subyacente.
- Opción de venta o *put*. Se pueden adquirir este tipo de opciones cuando se espera que el mercado sea bajista.

La compra de opciones *call* puede permitir tener revalorizaciones similares a las obtenidas directamente con acciones, y sin embargo generar pérdidas mucho menores ante bajadas en la cotización del activo.

Según el momento en el que se puede ejercer el derecho cabría distinguir entre:

- Opción americana: pueden ejercerse en cualquier momento desde la firma del contrato hasta el vencimiento.
- Opción europea: únicamente cabe la posibilidad de esperar hasta el vencimiento.

Dicho todo esto, ¿qué ventajas o posibilidades ofrecen las opciones a un inversor? Pues fundamentalmente éstas:

- Cobertura: las opciones le permiten reducir el riesgo de invertir en el mercado de valores.
- Apalancamiento: permiten utilizar sólo una parte del capital que sería necesario si comprase directamente el activo. Esto permite dejar libre el resto del capital para otras oportunidades de inversión que puedan surgir.
- Inversión a corto: Ofrece la posibilidad de beneficiarse en mercados bajistas, mientras que el inversor convencional sólo puede obtener beneficio en mercados al alza.

En definitiva, las opciones permiten al inversor establecer tanto estrategias especulativas como estrategias de cobertura de su inversión con el fin de eliminar total o parcialmente la exposición al riesgo de mercado o adaptarlo a unas expectativas determinadas.

2.3.3 Swaps

Son contratos mediante los cuales dos partes se comprometen a intercambiar, en un momento futuro, unos determinados flujos. Un ejemplo muy sencillo, conocido como *plain vanilla swap* por su simplicidad, se detalla a continuación: Una empresa A quiere cubrirse del riesgo tipo de interés para lo que negocia con otra empresa un *swap*. En el contrato se establece que la empresa A entregará un tipo de interés variable (que normalmente irá referenciado a un índice como el Euribor o el Libor, más un posible margen o *spread*) a cambio de un interés a tipo fijo.

Los *swaps* a los que se hace referencia en el apartado 2.2., cuando se describía el funcionamiento de los ETFs sintéticos, es similar al descrito anteriormente. Recordemos que en el ejemplo descrito en el gráfico 8, la gestora del fondo cotizado establecía dos contratos *swap*:

- En el primero, la gestora, que había adquirido una cartera de valores distinta a la que compone el índice al que replica el ETF, se compromete a intercambiar el rendimiento originado de esta cartera a cambio de un rendimiento variable.
- En el segundo supuesto, la empresa gestora acordará intercambiar el rendimiento variable recibido en el anterior *swap* a cambio de uno fijo que debe ser el mismo que el del índice al que replica el ETF, para poder repartirlo entre los partícipes.

2.3.4 Otros

Existen otros instrumentos derivados como:

- Warrants

Similares a las opciones, otorgan a quien los adquiere el derecho de comprar o vender un activo, conocido como subyacente, a un precio y en un plazo determinados.

- Certificados

Igual que los anteriores, son productos negociados en Bolsa. En este caso, los certificados replican la evolución de un determinado activo, que puede ser un índice bursátil, una cartera de acciones, de divisas o de materias primas, por ejemplo.

- Contrato compra-venta de opciones

Son unos productos que permiten enajenar opciones a cambio de unos intereses.

- CFDs

Conocidos por sus siglas en inglés o como Contratos por Diferencias, son instrumentos negociados en mercados no organizados. Se establecen entre dos partes que acuerdan intercambiarse la diferencia entre el precio de adquisición y de venta de un determinado activo subyacente.

Son considerados productos de elevado riesgo y permiten aplicar estrategias de inversión, especulación y cobertura.

3. Principales Proveedores

A continuación, se va a proceder a hacer una breve explicación de los principales proveedores de instrumentos de gestión pasiva y, en concreto, de fondos cotizados. Para ello, se han agrupado los datos de las cinco empresas estadounidenses y europeas con un mayor volumen de activos gestionados mediante ETFs.

Tabla 5. TOP 5 proveedores de ETFs por activos gestionados en EE. UU. y Europa (2016)

| Estados Unidos | | | Europa | | |
|----------------|----------------------|---------------------|-------------|----------------------|---------------------|
| Proveedor | AUM (millones \$) | Cuota de mercado | Proveedor | AUM (millones \$) | Cuota de mercado |
| BlackRock | 969,493 | 39.20% | BlackRock | 250,734 | 48.60% |
| Vanguard | 610,989 | 24.70% | Deutsche AM | 53,444 | 10.40% |
| State Street | 471,272 | 19.10% | Lyxor | 50,878 | 9.90% |
| PowerShares | 104,916 | 4.20% | UBS | 29,229 | 5.70% |
| Charles Schwab | 59,750 | 2.40% | Amundi | 24,978 | 4.80% |

Fuente: Elaboración propia a partir de Deutsche Bank (2017)

Según datos de Deutsche Bank para el año 2016, y que vienen recogidos en la tabla 4, BlackRock es el proveedor de ETFs más importante en Estados Unidos, pero más aún en Europa, donde casi alcanza una cuota de mercado del 50%. Podría parecer, por tanto, que el mercado europeo está más concentrado que el estadounidense, pero no es así por dos razones:

- el TOP 5 representa un 79% y un 89% en Europa y en EE. UU., respectivamente; y
- el TOP 20 suma una cuota de mercado del 99.5% en ambas regiones.

Algunas de las más importantes empresas proveedoras de ETFs son:

- **BlackRock:** Esta empresa con sede en la ciudad de Nueva York, nació en 1988 con un equipo de apenas 8 personas. En 1999 sale a Bolsa (NYSE) y a finales de ese año ya tenía 165.000 millones de dólares en activos bajo gestión. En 2006 adquirió Merrill Lynch Investment Management, lo que le permitió expandir su presencia internacional. Su prestigio quedó demostrado cuando en 2008, en medio de la crisis financiera, el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York le encomendó a BlackRock analizar los activos de valores respaldados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securities*) de Bear Stearns. En 2009, tras la adquisición de Barclay's Global Investors, se convierte en uno de los administradores de activos más grandes del mundo, con presencia en 24 países. (BlackRock, 2019) Como ya se ha expuesto con anterioridad en este mismo apartado, BlackRock es el principal proveedor de ETFs en Estados Unidos y Europa, con cuotas de mercado de 40% y 49%, respectivamente. El peso de BlackRock en Europa es especialmente importante en renta fija, donde controla dos terceras partes de los activos bajo gestión. (Morningstar, 2017) Su presencia en la región de Asia-Pacífico también es relevante, donde ocupa la sexta posición por activos bajo gestión. (Deutsche Bank, 2017) Cabe indicar que BlackRock comercializa sus productos en Europa a través de una filial llamada **iShares**, que se fundó en 2000 y pertenece al grupo desde 2009.

- **Vanguard:** Firma norteamericana que, como ya se ha indicado, lanzó el primer fondo índice para inversionistas individuales en 1976. La progresiva mejora de sus productos, así como los costes reducidos, han hecho posible que Vanguard se convierta en uno de los principales y más prestigiosos proveedores.

A fecha 2016 era la segunda comercializadora de ETFs y ETPs a nivel global, con una cuota de mercado del 18%. En el mercado estadounidense su peso es mayor (25%), mientras que en Europa y Asia es inferior (10% y 1%, respectivamente). (Deutsche Bank, 2017)

Actualmente ofrecen 62 fondos indexados y cerca de 60 ETFs que replican índices en los mercados tanto de bonos como de acciones, y tanto en los EE. UU. como en otros países. También comercializan productos referenciados a sectores específicos. (Vanguard, 2019d)
- **Deutsche AM,** la división de *asset management* de Deutsche Bank, comercializa sus productos a través de **db X-trackers**. Este proveedor, fundado en el año 2007, está siendo sometido a un cambio en su modelo de negocio: primero, pasar de una réplica estrictamente sintética a un modelo más equilibrado, incorporando ETFs de réplica directa. En segundo lugar, está llevando a cabo una transición en relación a las contrapartidas de los contratos *swap*, cambiando de un modelo de una única contrapartida -Deutsche Bank- a uno de múltiples contrapartidas. (Morningstar, 2017)

Como se puede observar en la tabla 4, Deutsche AM a través de la citada filial, ocupa la segunda posición en cuanto a activos gestionados en el mercado europeo de ETFs, con una cuota de mercado del 10%, a una distancia considerable del líder: BlackRock - iShares.
- **State Street:** State Street Global Advisors (SSGA) nace en 1978 con la misión de proveer a inversores institucionales con servicios de gestión de inversión. Fue una de las firmas que lanzó al mercado uno de los primeros fondos indexados de renta variable. En 2014 SSGA se convirtió en la única gestora de activos con sede en EE.UU. seleccionada por el Banco Central Europeo para colaborar en la gestión de sus *asset-backed securities* o valores respaldados por activos. (SSGA, 2019)

A esta empresa con sede en Boston, Massachussets, se le puede considerar como la gestora de activos institucionales líder a nivel mundial, y su peso en el mercado estadounidense de ETFs es de aproximadamente un 20%, como se puede ver en la tabla 3.
- **Amundi:** Esta gestora, que nació de la fusión entre las divisiones de *Asset Management* de Crédit Agricole y Société Générale, cotiza en bolsa desde el año 2015 y tiene su sede central en París. Fiel defensor de la réplica sintética (mediante *swaps*), en 2016 anunció que expandiría su oferta de fondos cotizados que utilizan una réplica física. A fecha final de 2016, 91 de 99 ETFs o un 86% de los activos utilizaba la réplica indirecta. (Morningstar, 2017)

A finales de 2016 su presencia en el mercado europeo de ETFs era significativa, con una cuota de mercado próxima al 5% que le ubicaba en el quinto puesto, tal y como se puede observar en la tabla 4.

La competencia entre todas estas firmas de inversión es grande a la hora de comercializar sus productos colocándolos entre los inversores. Y para lograrlo, uno de los caballos de batalla que manejan es el de las bajas comisiones. Una de las diferencias importantes que existe entre los productos de gestión activa y los de pasiva radica en su diferente TER (*total expense ratio*), es decir, en los costes totales que cada vehículo genera al inversor, lo que indudablemente incide de modo muy importante en el retorno final.

Una vez visto todo ello, cabe preguntarse: ¿cuáles son los vehículos de gestión pasiva más grandes de Europa? Los fondos de más volumen están en manos de dos proveedores americanos: BlackRock y Vanguard. La primera firma tiene cuatro productos, mientras que la segunda cuenta con uno. De esas cinco estrategias, tres son ETF (aparecen en la tabla 6, anexo) y dos fondos indexados. Las características básicas de esos cinco vehículos de inversión serían las siguientes:

1º. **BlackRock iShares Core S&P 500 ETF.** Era, a final de 2018, el ETF con más patrimonio a nivel europeo, gestionando 32.000 millones de euros en activos. Se trata de un fondo cotizado lanzado en mayo de 2010 que ofrece exposición al Standard & Poors 500 haciendo una réplica física, por lo que el producto contiene los 500 títulos que integran el índice.

2º. **Vanguard S&P 500 ETF.** Es el buque insignia de Vanguard. El volumen de activos bajo gestión en 2016 era de 16.000 millones (ver tabla 6, anexo) y en 2018 se estimaban en 21.000 millones. La fama mundial de este producto se disparó en los últimos años después de que en 2014 Warren Buffett lo citase expresamente como el producto en el que, en caso de su fallecimiento, su mujer debería invertir el 90% del efectivo que heredase. (Buffett, 2013)

3º. **BlackRock iShares Core MSCI World ETF.** Es el tercer ETF con más volumen de activos a nivel europeo, con algo más de 13.000 millones. En este caso, el fondo cotizado cuenta con un TER de 20 puntos básicos. Al igual que el primero, también pertenece a la gama *core* de BlackRock, oferta de producto con una estructura de costes más baja para inversores a largo plazo que trajo a Europa hace algo más de cuatro años tras haber apreciado que el número de institucionales que utilizan los ETF como parte central de la cartera estaba aumentando. Este fondo cotizado replica el MSCI World Index.

4º. **BlackRock iShares Developed World Index Fund.** En este caso estamos ante el fondo indexado más grande de Europa. Cuenta con aproximadamente 13.400 millones de euros en activos bajo gestión. Replica el índice global de mercados desarrollados. Tiene un TER de 10 puntos básicos.

5º. Pone fin a la relación el **BlackRock iShares UK Equity Index Fund**, el segundo fondo indexado con más activos a nivel europeo y el quinto fondo de gestión pasiva, siendo en este caso una estrategia de renta variable británica con un patrimonio que ronda los 10.700 millones de euros.

4. Diferencias con la Gestión Activa

Un inversor “activo”, sea de forma personal o contratando un gestor, lo que hace es basarse en su experiencia y conocimientos de los mercados con el fin de poder encontrar las oportunidades de inversión óptimas en cada momento y en cada tipo de activo. Para ello se fija un “benchmark” o índice de referencia que le sirva de guía, teniendo como objetivo el obtener unos rendimientos superiores a como se ha comportado el mercado. Lo que no quiere decir que estemos hablando de obtener siempre resultados positivos: el gestor también superará a su índice de referencia incluso habiendo obtenido pérdidas en un momento dado, siempre que el volumen de esas pérdidas haya sido inferior a las obtenidas por su referente.

Para alcanzar ese fin puede basarse en la compra de acciones cuyo precio no refleja, a su juicio, su valor actual o esperado. También puede comprar valores de renta fija que presenten un descuento importante. Y hay inversores que, a la hora de seleccionar el activo, se guían por sus fundamentales, por criterios de inversión en valor, o bien aplicando las normas del análisis técnico.

Pero todo ello implica una actividad: analizar el mercado, profundizar en cada valor concreto a invertir, y tomar la oportuna decisión de inversión. Y lo mismo puede decirse en cuanto a la desinversión, si el valor alcanzado unos niveles que el inversor considera ya suficientes, o piensa que no va a poder continuar con la misma evolución positiva en el futuro.

En el lado opuesto nos encontramos con el inversor pasivo: su actitud sería seguir una estrategia de inversión *buy & hold*, en terminología anglosajona; tiende a comprar un determinado activo y esperar confiando que su evolución sea positiva. Para ello utiliza fondos indexados o ETFs, que lo que hacen es replicar el comportamiento del mercado, de un índice concreto o de un valor en especial.

De estas diferencias podemos deducir claramente que en una inversión de gestión activa hay detrás una persona o conjunto de personas que lo que tratan es de buscar buenas oportunidades de inversión con análisis permanente de sus expectativas en los mercados. Por el contrario, en una inversión con gestión pasiva no es necesario ni mucho tiempo, ni muchas personas, ni equipos sofisticados para seguir la evolución del valor; lo que se traduce en un importante ahorro de costes vía comisiones, lo que se traduce, a igual rentabilidad, en un mayor retorno neto para el inversor, como demostraba el gráfico 2 en el apartado 1.2. de este trabajo.

También la gestión pasiva suele reportar ahorros para el inversor por la vía de los corretajes y las comisiones de intermediación de valores, ya que las operaciones de compra y venta son infinitamente menos frecuentes que en la inversión activa.

El aspecto negativo es que el vehículo de gestión pasiva nunca puede mejorar el rendimiento obtenido por su índice de referencia, a no ser que se utilice la vía de los instrumentos derivados que, mediante apalancamientos u otras fórmulas pueden conseguir que, al final, el vehículo obtenga rendimientos finales superiores.

4.1 Ventajas

Los ETFs suelen ser utilizados por inversores institucionales, con fines tanto tácticos como estratégicos. Las ventajas de las que se puede beneficiar este tipo de inversor a través del uso de ETFs, por ejemplo, serían las siguientes:

- Acceso a los mercados de forma económica
- Reducidos costes de gestión
- Flexibilidad y simplicidad en la operativa
- Potencial de diversificación, al poder acceder a muchas clases de activos
- Su funcionamiento, similar al de las acciones, permite comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil a NAV, o al neto de los activos. Esto permite beneficiarse del “trading” a corto plazo, e
- implementar estrategias *long/short* (tomar posiciones largas y cortas en los activos)

Pero también los inversores individuales, conocidos con frecuencia como “minoristas”, están usando y teniendo cada vez más protagonismo en este tipo de productos. Para ellos, los principales beneficios de aplicar una estrategia pasiva, utilizando por ejemplo ETFs, serían éstas:

- El importe mínimo para invertir suele ser reducido
- Tienen comisiones de gestión inferiores a las de los fondos tradicionales
- Facilidad de compra / venta en cualquier momento de una sesión bursátil
- Un ETF tiene la flexibilidad de una acción y la diversificación de un fondo
- Permiten replicar un índice, lo que antes resultaba mucho más costoso
- Son transparentes, pues el índice o valor que replican suelen de fácil conocimiento por los inversores
- Permiten acceder a mercados complejos, bien por el activo (por ejemplo, materias primas), bien por la ubicación geográfica (inversión en países emergentes)
- Permiten una importante diversificación de la inversión, pues un ETF que replique a un índice bursátil importante (IBEX 35, DAX, NIKKEI, S&P 500) estará recogiendo la evolución en los mercados de un gran número de valores (normalmente, las compañías más importantes del país de que se trate).

4.2 Inconvenientes

Indudablemente, también tienen inconvenientes. Este tipo de productos presentan una serie de desventajas para el cliente institucional:

- los ETFs no generan “alfa”, entendida como la parte de rentabilidad (positiva o negativa) que se debe única y exclusivamente a la labor del gestor y no a la evolución del mercado
- en ocasiones pueden tener la consideración de un fondo, y algunos inversores institucionales pueden tener limitada la inversión en fondos de inversión
- algunos ETFs pueden resultar caros para inversiones a corto plazo, dado que puede haber una diferencia importante entre el precio de compra y el precio de venta

También puede presentar inconvenientes el inversor individual, como son:

- los ETFs tienen el tratamiento fiscal de una acción, no de un fondo, con lo que no es posible el diferir el pago de impuestos por las ganancias patrimoniales traspasando la inversión de un fondo a otro.
- algunos ETFs pueden repartir dividendos, lo que puede incrementar el coste fiscal
- a pesar de que sus comisiones son bajas, la compra de un ETF implica comisiones de bróker y el pago de cánones de bolsa
- para pequeños importes, la compra de estos vehículos puede ser excesivamente gravosa para el inversor.

Existe un debate actualmente entre las estrategias de gestión activa y pasiva. Como ya se ha comentado a lo largo de este mismo apartado, partícipes de cada una de estas estrategias de inversión detallan las bondades del tipo de gestión que aplican y destacan los inconvenientes de la otra. Muchas veces, entre los inconvenientes se hace referencia a los riesgos y consecuencias para la economía que cada una de ellas puede acarrear. Algunos de estos riesgos son:

- **Riesgo de liquidez.** Bastantes investigadores académicos y órganos de gobierno han expresado el impacto que puede tener este tipo de riesgo sobre la economía. En concreto, se ha hecho referencia a los desajustes que se producen en la industria de fondos de inversión cuando la posición líquida de un fondo es menor que los reembolsos que exigen sus partícipes en un momento dado. (FSB, 2017). Esto puede dar lugar a *fire sales*, o venta inmediata de activos para poder hacer frente a estos reembolsos.

Cuando se describía el funcionamiento de los ETFs en el apartado 2.2. de este trabajo, se hacía mención de una figura – el *Authorised Participant* – que actúa como intermediario entre la empresa que gestiona un ETF y los inversores individuales que desean adquirir o vender acciones de dicho fondo cotizado. Esta estructura hace que una proporción elevada de los reembolsos se produzcan en especie y no en efectivo, reduciendo el riesgo liquidez. (FSB, 2017)

Según un estudio que analiza el impacto del cambio hacia la gestión pasiva, la proporción de fondos cotizados que únicamente permiten el reembolso en especie supone un 92% del total de activos gestionados. Un porcentaje mayor permite reembolsos en especie y en efectivo, pudiéndose establecer restricciones en caso de falta de liquidez. (Anadu et al., 2018)

Además, el mencionado estudio prueba, mediante un análisis econométrico, que los reembolsos de fondos pasivos están menos relacionados con su rendimiento. Esto hace que se reduzca la posibilidad de grandes salidas de capital provocando un problema de liquidez.

- **Volatilidad.** No sería correcto afirmar que el auge en la gestión pasiva o los ETFs está provocando una mayor volatilidad en los mercados. Sin embargo, sí que está comprobado que algunos tipos de fondos cotizados, como los apalancados o los inversos, contribuyen a una mayor volatilidad en los precios de los activos que. Esto es así porque este tipo de instrumentos tiene que comprar (vender) activos cuando el mercado sube (baja). Por ejemplo: cuando el mercado es alcista, el valor de un ETF apalancado aumenta en mayor proporción por lo que, para mantener el grado de apalancamiento, debe comprar acciones.

Cabe indicar que estos productos suponen una pequeña parte de los Exchange-Traded Products y de los activos gestionados mediante fondos pasivos. Además, un incremento de la gestión pasiva no tiene por qué llevar asociado un aumento de estos productos. (Anadu et al., 2018)

- **Concentración.** Si atendiéramos al índice de Herfindahl-Hirschman – una de las medidas más utilizadas para determinar la concentración de un mercado – descubriríamos que la industria pasiva está más concentrada que la activa. También nos daríamos cuenta de esto, como ya hicimos en el apartado 3., observando las cuotas de mercado de los principales proveedores de ETFs.

Por un lado, uno de los principales beneficios de una alta concentración sería la reducción en costes al poder beneficiarse de economías de escala. Por otro lado, los riesgos asociados a una elevada concentración serían los derivados de que una de estas grandes empresas tuviera problemas. (Anadu et al., 2018)

5. Conclusiones

Entendiendo la gestión pasiva como aquella estrategia de inversión destinada a obtener el mismo rendimiento que un índice de referencia, existen dos principales instrumentos que permiten aplicarla: los fondos-índice y los *exchange-traded funds*.

A pesar de que el primer fondo de inversión indexado apareció en Japón a finales de la década de los '60, se considera a Jack Bogle como el padre de la gestión pasiva, por su gran contribución a la industria en Estados Unidos. Desde que en 1978 lanzara su primer fondo indexado, su firma Vanguard se ha convertido en uno de los líderes del mercado en este tipo de productos y ha conseguido revolucionar la industria en materia de costes.

En las últimas décadas, especialmente desde la Gran Recesión, se han producido importantes flujos de capitales desde fondos de gestión activa a estos nuevos instrumentos de gestión pasiva. Este cambio se ha producido principalmente por dos razones:

1. Los productos de gestión pasiva permiten aplicar inversiones diversificadas de manera más sencilla y económica que los fondos de inversión tradicionales; y
2. En el largo plazo, la gestión activa no logra superar a sus índices de referencia. En Estados Unidos menos del 15% de los fondos logra batir a su *benchmark* en periodos de inversión de entre 10 y 15 años.

Además, el hecho de no tener un gestor o equipo encargado de la gestión táctica de la cartera hace de la gestión pasiva una estrategia mucho más barata a largo plazo, al poder eliminar la mayor parte de las comisiones asociadas.

El grueso de este trabajo se ha centrado en el análisis de los ETFs, prestando atención a su funcionamiento, a la tipología y, especialmente, a su evolución en los últimos años.

El resumen de lo sucedido a nivel global en las últimas décadas es el siguiente: los fondos de inversión han cedido espacio a los fondos cotizados. En Estados Unidos, por ejemplo, más de un 95% de los activos estaban invertidos en fondos de inversión en 1998, año en el que los ETFs suponían una parte residual. Dieciocho años después, en 2016, los fondos de inversión habían perdido diez puntos porcentuales y los ETFs gestionaban un 13% del total de activos.

Estados Unidos es el país con un mayor volumen de activos gestionados por este tipo de instrumentos. A finales del año 2016, los ETFs estadounidenses gestionaban aproximadamente tres cuartas partes del dinero invertido a nivel global. Europa representa un 16% y la región de Asia-Pacífico un 9% del total de activos gestionados a través de ETFs.

Se ha analizado la evolución entre los años 2011 y 2016 para observar el exponencial crecimiento que han experimentado estos instrumentos en las distintas regiones. En todas ellas, al menos, se ha duplicado el volumen de activos en el horizonte temporal considerado. El incremento ha sido especialmente importante en la región asiática, con un CAGR (o tasa de crecimiento anual compuesto) del 23%.

En las tres regiones, una parte predominante de los activos está invertido en ETFs de renta variable (81, 70 y 86% en EE. UU., Europa y Asia-Pacífico, respectivamente). Ahora bien, los fondos cotizados de renta fija han aumentado sus activos en mayor proporción que los de acciones, con la excepción de Estados Unidos.

En cuanto a los proveedores de este tipo de productos:

- la industria estadounidense está muy concentrada, con los tres principales gestores de ETFs (BlackRock, Vanguard y State Street) sumando un 85% de la cuota de mercado.
- BlackRock (iShares) está también líder en Europa, con una cuota de mercado más amplia que en EE. UU., donde sus ETFs agrupan casi la mitad de los activos invertidos en este tipo de instrumentos. Esta firma, junto con DeutscheAM (dbX-trackers) y Lyxor representan un 70% del mercado.

Como se adelantaba en el resumen y se puede comprobar en el contenido del trabajo, se ha incluido una explicación de los principales instrumentos derivados, porque sirven en sí mismos para implantar estrategias de inversión pasiva y porque son utilizados por los ETFs que llevan a cabo la réplica de manera indirecta o sintética. Cabe indicar que algunos proveedores europeos (como db X-trackers o Amundi) están cambiando de un modelo de negocio con ETFs de réplica predominantemente sintética para incorporar más que lo hagan de manera directa o física.

Por último, se han querido resumir las principales ventajas e inconvenientes de los instrumentos de gestión pasiva, y en concreto, de los ETFs. Entre los beneficios destacan su potencial de diversificación y sus bajos costes de gestión. Y entre los contras podemos destacar que no generan “alfa” o que tienen peor tratamiento fiscal que los fondos de inversión.

Existe actualmente un debate sobre qué estrategia de inversión es la más apropiada y, también, sobre los riesgos asociados a la gestión pasiva:

- Según la bibliografía que se ha seleccionado, los ETFs tienen menos riesgo de liquidez que los fondos de inversión porque, al contrario que estos últimos, prácticamente la totalidad de ETFs permite reembolsos en especie. Otro aspecto que reduce este riesgo es que los flujos de entrada y salida de este tipo de instrumentos parecen estar menos relacionados con el rendimiento de los propios productos, que en los fondos activos.
- Algunos ETFs (apalancados e inversos) aumentan la volatilidad de los precios de los activos a los que replican. Cabe indicar que este tipo de instrumentos están poco extendidos.
- La industria de gestión pasiva está más concentrada que la activa, lo que lleva aparejado potenciales riesgos.

En definitiva, no hay duda de que existen gestores que pueden extraer grandes rentabilidades de sus inversiones. De sobra conocidos son los éxitos de grandes gestores de fondos como Peter Lynch, Warren Buffet o Francisco García Paramés. No obstante, y según se ha podido comprobar en el apartado 1.2., estas rentabilidades las pueden mantener de manera persistente muy pocos en periodos de inversión de más de 10 años.

El autor de este trabajo considera que los instrumentos explicados a lo largo del mismo (fondos indexados y fondos cotizados) pueden ser muy interesantes para el inversor individual, especialmente para horizontes temporales de inversión largos, por varias razones:

- Primero, por lo que se acaba de mencionar sobre la incapacidad de los gestores activos de obtener rentabilidades por encima de su índice de referencia de manera persistente.

- Segundo, por el gran potencial diversificador que tienen estos productos a un coste extremadamente bajo en comparación con los instrumentos tradicionales de inversión.
- Y, por último, porque la gestión simple y la baja rotación de las carteras indexadas permite mantener los costes de gestión a niveles muy reducidos. Jack Bogle, empresario financiero y autor de varios libros sobre inversión, que ha ocupado un lugar importante en este trabajo, recomendaba siempre prestar atención a los costes ya que, al final, tienen un gran impacto sobre la rentabilidad neta (especialmente en el largo plazo).

6. Bibliografía

- Anadu, K. Kruttli, M. McCabe, P., Osambela, E. and Shin, C. H. (2018). *The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability?* Finance and Economics Discussion Series 2018-060. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System
- Bank for International Settlements. (2019a). *Statistics: Derivatives: Notional Amount of Total OTC Derivatives*. BIS webpage.
- Bank for International Settlements. (2019b). *International banking and financial market developments*. BIS Quarterly Review. June 2019.
- BlackRock. (2018). *BlackRock Global ETP Landscape*. December 2018.
- BlackRock. (2019). About us: History. BlackRock webpage.
- Boston Consulting Group. (2017). *Global Asset Management 2017: The Innovator's Advantage*.
- Buffett, W. (2013). Berkshire Hathaway Annual Shareholder Letter.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2015). *Guía Informativa: Los Fondos Cotizados (ETF)*.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2019). Orientación para el inversor: Productos Derivados. CNMV webpage.
- Deutsche Bank. (2017). *ETF Annual Review & Outlook*. Deutsche Bank Markets Research.
- Deutsche Bank. (2014). *ETF Annual Review & Outlook*. Deutsche Bank Markets Research.
- Eurostat (2019). European Union (28) population, January 1, 2017.
- Financial Stability Board. (2017). *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.
- Hull, J. C. (2014). *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Octava Edición. México: Editorial Pearson.
- Investment Company Institute. (2017). *Investment Company Factbook: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*. 57th Edition.
- Investment Company Institute and Strategic Business Insights. (2018). *A Close Look at ETF households: A report by the Investment Company Institute and Strategic Business Insights* (September).
- IOSCO. (2004). *Index Funds and the Use of Indices by the Asset Management Industry*. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
- Kosev, M. and Williams, T. (2011). *Exchange-traded Funds*. Reserve Bank of Australia Bulletin, March, 51- 59.

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Boletín Oficial del Estado, 29 de noviembre de 2006, núm. 285.

Morningstar. (2017). *A Guided Tour on the European ETF Marketplace*. Morningstar Manager Research. February 28, 2017

Security and Exchange Commission. (2017). *Fondos Mutuos y Fondos Cotizados: Una guía para los inversionistas*. SEC Pub. 186 (5/17).

Soe, A. M.; Liu, B. and Preston, H. (2018). *SPIVA U.S. Scorecard*. S&P Dow Jones Indices. State Street

Global Advisors. (2019). *Who we are: History of Innovation*. SSGA webpage.

United States Census Bureau. (2019). *Population estimates, July 1, 2018*.

Vanguard. (2019a). *Fast facts about Vanguard: Total assets*. Vanguard webpage.

Vanguard. (2019b). *The Vanguard Effect*. Vanguard webpage.

Vanguard. (2019c). *The benefits of lower costs*. Vanguard webpage.

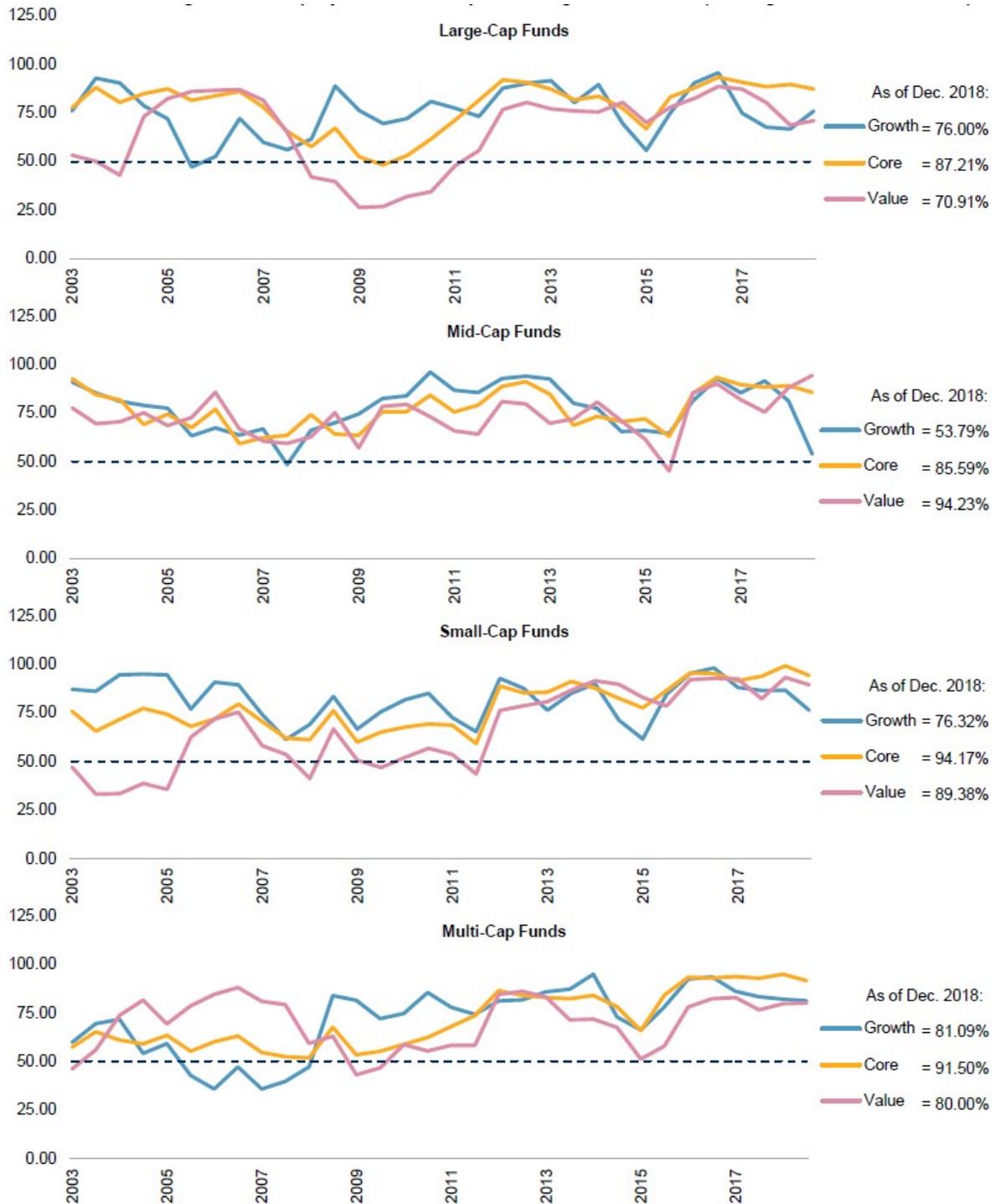
Vanguard. (2019d). *Investment products*. Vanguard webpage.

Walker, O. (9 de marzo de 2019). *Un ETF de cannabis ofrece una rentabilidad del 50%*. Financial Times.

Yahoo Finance. (2019). *Cotización (precio de cierre) de NASDAQ 100 (^NDX)*.

7. Anexos

Gráfico 17. Porcentaje de fondos que superan al índice de referencia (2003-2018)



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2018. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes.

Fuente: Soe, A. M. et al. (2018)

Tabla 6. Top 5 ETFs por tamaño y region geográfica (2016)

| | Nombre del ETF | Issuer | Asset Class | TER | AUM (\$ million) |
|---------------------------------------|---|-------------------------|--------------------|------------|-------------------------|
| EE.UU. | SPDR S&P 500 ETF | State Street | Equity ETF | 0.09% | 224,820 |
| | iShares Core S&P 500 | BlackRock | Equity ETF | 0.04% | 90,620 |
| | Vanguard Total Stock Market ETF | Vanguard | Equity ETF | 0.05% | 69,556 |
| | iShares MSCI EAFE ETF | BlackRock | Equity ETF | 0.33% | 59,665 |
| | Vanguard S&P 500 ETF | Vanguard | Equity ETF | 0.05% | 56,485 |
| EUROPA | Nombre del ETF | Issuer | Asset Class | TER | AUM (\$ million) |
| | iShares Core S&P 500 UCITS ETF | BlackRock | Equity ETF | 0.07% | 18,252 |
| | Vanguard S&P 500 ETF | Vanguard | Equity ETF | 0.07% | 15,926 |
| | iShares Core DAX UCITS ETF DE | BlackRock | Equity ETF | 0.16% | 8,100 |
| | iShares Core MSCI World UCITS ETF (Acc) | BlackRock | Equity ETF | 0.40% | 7,918 |
| iShares Euro Corporate Bond UCITS ETF | BlackRock | Fixed Income ETF | 0.20% | 7,675 | |
| ASIA-PACÍFICO | Nombre del ETF | Issuer | Asset Class | TER | AUM (\$ million) |
| | Nomura Nikkei 225 ETF | Nomura Asset Management | Equity ETF | 0.24% | 34,733 |
| | TOPIX ETF | Nomura Asset Management | Equity ETF | 0.28% | 33,305 |
| | Nikko Exchange Traded Index 225 | Nikko Asset Management | Equity ETF | 0.28% | 16,990 |
| | Daiwa ETF - Nikkei 225 | Daiwa Asset Management | Equity ETF | 0.22% | 16,128 |
| Daiwa ETF – Topix | Daiwa Asset Management | Equity ETF | 0.17% | 15,528 | |
| RoW | Nombre del ETF | Issuer | Asset Class | TER | AUM (\$ million) |
| | iShares S&P/TSX 60 Index ETF | BlackRock | Equity ETF | 0.17% | 9,149 |
| | iShares Core S&P 500 Index ETF (Cad- Hedged) | BlackRock | Equity ETF | 0.24% | 2,853 |
| | BMO S&P 500 Index ETF | BMO Financial Group | Equity ETF | 0.15% | 2,183 |
| | iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF | BlackRock | Equity ETF | 0.26% | 2,058 |
| iShares NAFTRAC | BlackRock | Equity ETF | 0.25% | 1,769 | |

Tabla de elaboración propia. Fuente: Deutsche Bank (2017)

Listado de símbolos y abreviaturas:

| Abreviatura o símbolo | Significado |
|------------------------------|---|
| \$ | Dólar estadounidense |
| € | Euro |
| AUM | Assets Under Management |
| BCG | Boston Consulting Group |
| BIS | Bank for International Settlements |
| CAGR | Compound Annual Growth Rate |
| CFD | Contract For Differences |
| CNMV | Comisión Nacional del Mercado de Valores |
| EE.UU. | Estados Unidos |
| EMU | European Monetary Union |
| ETF | Exchange-Traded Fund |
| ETP | Exchange-Traded Product |
| EUR | Euro |
| FI | Fixed Income |
| FSB | Financial Stability Board |
| ICADE | Instituto Católico de Administración y Dirección de Empresas |
| ICI | Investment Company Institute |
| Idx | Index |
| Large-Cap | Empresas de gran capitalización bursátil |
| MEFF | Mercado Oficial de Opciones y Futuros Financieros |
| MF | Mutual Fund |
| Mid-Cap | Empresas de mediana capitalización bursátil |
| NAV | Net Asset Value |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| REIT | Real Estate Investment Trust |
| RF | Renta Fija |
| RoW | Rest of the World |
| RV | Renta Variable |
| S&P | Standard & Poors |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| Small-Cap | Empresas de pequeña capitalización bursátil |
| SSGA | State Street Global Advisors |
| TER | Total Expense Ratio |
| UCITS | Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities |
| UK | United Kingdom |