



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

GESTIÓN ACTIVA VS. GESTIÓN PASIVA. ESTADO ACTUAL DE LA CUESTIÓN, TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Gonzalo de Guadalfajara Alcalde

Director: Ignacio Cervera Conte

ÍNDICE:

I. RESUMEN.....	4
II. ABSTRACT.....	4
III. ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS.....	5
1. INTRODUCCIÓN.....	6
1.1 Objetivo del trabajo.....	6
1.2 Metodología y estructura del estudio.....	6
1.3 Motivación personal.....	7
2. MARCO TEÓRICO.....	8
2.1 GESTIÓN ACTIVA.....	8
2.1.1 Teoría de los mercados eficientes.....	9
2.1.2 Concepto.....	10
2.1.3 Renta variable.....	12
2.1.4 Renta fija.....	13
2.2 GESTIÓN PASIVA.....	14
2.2.1 Concepto.....	14
2.2.2 Renta variable.....	15
2.2.3 Renta fija.....	16
3. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	18
3.1 Evolución histórica del debate.....	20
3.2 Actualidad del debate.....	22
3.3 Creación de <i>alpha</i> en la gestión activa de renta variable.....	23
3.3.1 La cruda realidad de la gestión activa.....	23
3.3.2 Un atisbo de luz en la gestión activa.....	26
3.3.3 Parte del ciclo económico.....	29
3.3.4 Mercados emergentes.....	32
3.3.5 La necesidad de la gestión activa en los mercados.....	34
3.4 Creación de <i>alpha</i> en la gestión activa de renta fija.....	36

4. CONCLUSIONES.....	44
5. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....	47
6. GLOSARIO DE TÉRMINOS	49
7. BIBLIOGRAFÍA	50

I. RESUMEN

El debate de la gestión activa vs. gestión pasiva es uno de los temas que más se han tratado en el mundo de las inversiones financieras. La capacidad de generar *alpha* por parte de los gestores de activos siempre se ha puesto en entredicho y precisamente más a lo largo de los últimos años, con la aparición de vehículos de inversión más accesibles y capaces de obtener rendimientos muy atractivos. Este trabajo analiza el recorrido de este debate, prestando especial atención al comportamiento de estas dos estrategias de inversión en el campo de la renta variable y de la renta fija.

Palabras clave: gestión activa, gestión pasiva, gestor, carteras, inversión, retornos, *alpha*.

II. ABSTRACT

Active vs. passive management debate has been one of the main topics studied in the financial investment world. The managers' ability to generate *alpha* has always been questioned and even more during the latest years, due to the appearance of cheaper investment vehicles whose returns can be very attractive. This paper does an analysis of the whole debate, paying special attention to these two investment strategies in both equity and fixed income fields.

Key words: active management, passive management, manager, portfolio, investment, returns, *alpha*.

III. ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 1. Cuota de mercado de la gestión activa y pasiva en renta variable 2018.....	22
Tabla 1. Comportamiento de los fondos de inversión vs. índice del mercado, 1994-2013...	23
Tabla 2. Comportamiento de los 20 primeros fondos de inversión entre décadas.....	24
Tabla 3. Comparación de los índices S&P con fondos activos.....	25
Gráfico 1. Rentabilidad de fondos supervivientes vs. mercado, 2014.....	26
Gráfico 2. <i>Alpha</i> generada durante recesión y expansión económica, 1962-2005.....	30
Gráfico 3. <i>Alpha</i> y volatilidad, 1980-2007.....	31
Gráfico 4. Rentabilidad ranking fondos, 2008.....	32
Tabla 4. Comparación de los índices S&P con fondos activos, 2014.....	34
Tabla 5. Comportamiento fondos de inversión de renta fija, 1979-1988.....	37
Tabla 6. Comportamiento fondos de renta fija global, 1988-1995.....	38
Tabla 7. Comportamiento fondos de renta fija corporativa, 1990-2004.....	39
Tabla 8. Exceso de retornos fondos de renta fija vs. <i>benchmark</i> (neto), 2008-2017.....	41

1. INTRODUCCIÓN

La gestión activa es una estrategia de inversión a través de la cual el gestor intenta batir la rentabilidad del mercado seleccionando diferentes clases de activos. La antítesis a este método es la gestión pasiva, cuyo fundamento se asienta sobre la idea de alcanzar la misma rentabilidad que el mercado mediante la réplica de un índice de referencia o *benchmark*. Dicho esto, la cuestión que se aborda en este trabajo es si los profesionales que siguen una gestión activa son capaces de batir al mercado en el largo plazo (y por ende ser merecedores de las comisiones que cobran por su *performance*) o si es la gestión pasiva un método que aporta mejores resultados en líneas generales, con un coste de gestión muy inferior al de la gestión activa.

1.1 Objetivo del trabajo

El objetivo fundamental del trabajo es analizar la evolución de este debate, realizar un estudio actual de la cuestión y plantear unos resultados que sean suficientes para que un futuro inversor tenga la información necesaria para decantarse por uno de estos dos tipos de gestión. Aunque la respuesta que se espera del análisis no sea una conclusión absolutamente cerrada, el propósito del trabajo es el de conseguir una visión completa del estado actual del debate y de sus precedentes para poder decantarse por una estrategia u otra en función de las circunstancias de mercado.

1.2 Metodología y estructura del estudio

El método que se va a emplear en este trabajo para analizar las diferentes ventajas y desventajas de la gestión activa y pasiva consiste en la exhaustiva revisión de la literatura existente acerca de la cuestión, para posteriormente exponer los resultados a los que se ha llegado. Los medios que se van a utilizar serán fundamentalmente libros, artículos académicos, *working papers*, revistas especializadas y demás documentos íntimamente ligados con el funcionamiento de los mercados financieros y la gestión de inversiones. Aunque el fundamento del trabajo se asiente sobre la revisión de la literatura, también se incluirán gráficos, estadísticas y análisis empíricos para completar la elaboración del trabajo. Para realizar la búsqueda de fuentes se van a emplear fundamentalmente tres medios: el buscador académico especializado *Google Scholar*, las bases de datos *EconLit* y *Business Core Complete* (ambas provistas por EBSCO) y el sistema de publicaciones académicas JSTOR.

1.3 Motivación personal

La selección del tema de este trabajo la he llevado a cabo con la intención de que el estudio de esta cuestión me sirva como formación de cara a mi futura carrera profesional dentro del mundo de la gestión de activos. Mi interés por el mundo de las finanzas y más en concreto por el de la inversión directa, me ha llevado a prestar atención a la forma de actuar de los mercados financieros y a la respuesta que dan los gestores frente a los diferentes cambios en estos y en la economía en general. Tras una experiencia como estudiante en prácticas en el departamento de gestión de carteras de un banco privado español, mi objetivo es centrar el foco en este sector. Pienso con certeza que este trabajo puede ayudarme a comprender tanto la evolución de la profesión de la gestión de activos, como los retos a los que se ya se ha enfrentado en el pasado y los que tiene por superar en el futuro.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 GESTIÓN ACTIVA

Antes de comenzar a explicar los diferentes tipos de gestión de las inversiones, es importante hacer una breve referencia a las diferencias existentes entre la gestión de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y la gestión discrecional de carteras de valores.

Cuando se habla de la gestión de activos financieros se suele diferenciar entre la gestión de IICs, fundamentalmente fondos de inversión, Sociedades de inversión de capital variable (SICAVS) y fondos de inversión libre o *hedge funds*; y la gestión de grandes patrimonios procedentes de familias o clientes institucionales, canalizados en carteras personalizadas. La diferencia fundamental entre ambas es que en el primer tipo de gestión la inversión es accesible para la generalidad de las personas y el total de las participaciones tienen la consideración de un patrimonio común en su conjunto; mientras que la gestión de carteras personalizadas solo está al alcance de clientes con grandes fortunas, cada una de las cuales será gestionada como un único activo. En sus inicios, solo los clientes con grandes sumas de dinero tenían acceso al mundo de la inversión. Con la aparición de las IICs, especialmente la de los fondos de inversión, se consiguió alcanzar la democratización del acceso al mundo de la inversión.

En cuanto a su gestión, a la hora de invertir un patrimonio individual (ya sea de una persona física o jurídica) el gestor deberá atender a las diferentes variables que muestre el perfil del inversor. Algunas de las más relevantes se muestran a continuación:

- Horizonte temporal: hace referencia al plazo que el cliente valora para alcanzar los objetivos y durante el cual mantiene su capital invertido sin emplearlo para otros fines. En función de la mayor o menor necesidad de retirar la inversión por parte del cliente, se puede diferenciar un horizonte temporal de corto, medio o largo plazo.
- Perfil de riesgo: describe el nivel máximo de riesgo que puede ser asumido por el cliente y se mide principalmente a través de medidas como la volatilidad de la cartera o el *Value at Risk* (VaR), concepto que indica el importe máximo de pérdidas en las que puede incurrir el inversor en un periodo de tiempo, dado un nivel de confianza. Este es uno de los principales puntos a tener en cuenta en la gestión y para el profesional encargado del patrimonio debe constituir una frontera infranqueable.

- Mandato: son aquellas líneas rojas que establece el cliente antes de formar la cartera. El gestor debe ceñirse a los requisitos encomendados por el inversor y suelen estar relacionados con un nivel máximo de riesgo, una rentabilidad exigida, o la exclusión o inclusión exclusiva de un determinado tipo de activo.
- Asset allocation: es la distribución de la cartera por tipo de activo. El cliente puede mostrar sus preferencias por una sobre ponderación en algún tipo de activo en defecto de otros. No obstante, en este aspecto suele tener una mayor discreción el gestor, que irá ajustando los porcentajes por activo de la cartera en función de las previsiones de mercado.

Por otro lado, en la gestión de una IIC, las características del fondo se constituyen en el momento de su nacimiento y es el cliente el que deberá buscar una clase de vehículo que se ajuste a sus necesidades. Dicho esto, la preocupación del gestor por no salirse del mandato de un cliente no existe y simplemente deberá buscar una rentabilidad determinada invirtiendo en una o varias clases de activos previamente establecidas. El vehículo será gestionado en su conjunto como un patrimonio común, cada cliente tendrá unas participaciones proporcionales a su aportación y su rentabilidad se calculará en función de la evolución del valor liquidativo del mismo.

2.1.1 Teoría de los mercados eficientes

La Teoría de los mercados eficientes es una hipótesis enunciada por Eugene Fama en 1970 por la cual los mercados financieros distinguen tres niveles de eficiencia en función de la información recogida en los precios de los activos:

- Débil: los precios de los mercados únicamente reflejan la información histórica de los títulos.
- Semi-fuerte: los precios reflejan la información pasada de los títulos, así como todos los datos financieros y macroeconómicos presentes que pueden tener un impacto en el funcionamiento de las empresas.
- Fuerte: los precios reflejan la totalidad de la información disponible, ya se trate de información pasada, pública o privada. Bajo este nivel de eficiencia, los mercados funcionan de forma perfecta.

La gestión activa presupone la ineficiencia de los mercados, puesto que su objetivo consiste en valerse de sus ineficiencias para obtener una rentabilidad superior a la del índice de referencia. Si el mercado fuese eficiente en la forma fuerte, los gestores no podrían aprovecharse de sus anomalías y de la existencia de activos infravalorados con los que batir su rentabilidad. Warren Buffet, una de las grandes personalidades de la gestión activa, defiende la ineficiencia de los mercados afirmando: “si los mercados fueran eficientes, yo estaría pidiendo caridad en la calle”.

En el otro bando se encuentra Burton G. Malkiel, uno de los fieles defensores de la eficiencia de los mercados que afirma a lo largo de sus obras que la mejor opción de inversión es hacerlo a través de instrumentos de gestión pasiva, puesto que la media de los gestores activos no consigue obtener una rentabilidad superior a la del mercado de forma recurrente.

2.1.2 Concepto

La gestión activa es aquella estrategia de inversión que consiste en la selección de diferentes activos atendiendo a los análisis realizados por un gestor, cuyo objetivo fundamental es la obtención de una rentabilidad por encima de la que ofrece el mercado. El gestor deberá elaborar con anterioridad un *benchmark* o índice de referencia, que estará compuesto por un universo de activos determinados y cuya rentabilidad tendrá la consideración de rentabilidad de mercado. Dentro de este universo de activos, el gestor deberá elegir aquellas inversiones que él considere que vayan a obtener los mayores retornos y su *performance* se medirá en función de la rentabilidad obtenida por la toma de sus decisiones y su comparativa con la rentabilidad del *benchmark*. Este exceso o defecto de rentabilidad con respecto al mercado es lo que se conoce como el *alpha* generado por el gestor.

Para elaborar una buena composición de la cartera o *asset allocation* el gestor deberá tener en cuenta que, a pesar de seguir una estrategia de gestión activa, será necesario seleccionar los títulos de tal manera que las rentabilidades obtenidas en un futuro se asemejen a las del *benchmark*. Es decir, en su elección tendrá que ceñirse al universo de activos del *benchmark* con un cierto margen de maniobra que será medido a través del *tracking error* (estadístico que empleado para medir lo activo que es un fondo). Un ejemplo de ello en la actualidad es la selección, por parte de gestores de carteras que compiten contra el IBEX 35, de acciones del sector financiero a pesar de la difícil situación en la que se encuentran debido a la política monetaria expansiva de BCE. Con ello los profesionales no pretenden obtener grandes plusvalías, pero el sector financiero es el que mayor peso tiene en el IBEX 35 y de esta forma

consiguen replicar en un porcentaje al *benchmark*, que a fin de cuentas es contra el que compiten. Si por el contrario, los gestores no incluyesen bancos en sus carteras y estos vieran aumentado su precio de cotización, los resultados con respecto a la rentabilidad del mercado serían desastrosos. También cabe destacar que una sobre ponderación de este sector en la cartera podría llevar a convertir a dichos gestores en los que Eugene Fama y Kenneth French denominarían *closet indexers*, concepto que se explicará más adelante.

Una de las fundamentales características de la gestión activa es el alto grado de rotación de los activos seleccionados para mantener en la cartera o vehículo de inversión, en comparación con la gestión pasiva. El gestor tratará de retirar aquellos activos cuyo precio considere que ha subido hasta alcanzar un precio objetivo o *target price*, normalmente establecido por los analistas. Asimismo, incluirá aquellos que piense que están infravalorados o que tengan un fuerte potencial de crecimiento y mantendrá en cartera aquellos que, aunque no hayan experimentado fuertes subidas o bajadas, mantengan expectativas de crecimiento.

Existen dos formas de analizar una inversión:

- Estrategia top down: consiste en elaborar una estrategia de inversión basada fundamentalmente en la visión de mercado del gestor y en sus expectativas sobre indicadores macroeconómicos (PIB, PMIs, tipo de cambio, tipos de interés) y factores geopolíticos.
- Estrategia bottom up: consiste en estudiar directamente todas las características y factores fundamentales que rodean a una empresa. Para ello se sirven de sus cuentas e informes anuales, estados financieros, así como la información emitida por la propia entidad de cara a sus planes futuros (previsiones de crecimiento de ventas, de expansión, planes de recompra de acciones o posibles reestructuraciones de deuda).

Dicho esto, la función del gestor de carteras está más asociada con la primera estrategia, correspondiendo a los *fund pickers*, analistas o *stock pickers* el estudio de las empresas y la selección concreta de cada uno de los fondos o títulos a incluir, respectivamente. Además, cabe señalar que el trabajo de los gestores se suele centrar en el diseño de un buen *asset allocation*. Estos deben fijar la composición global de la cartera o del vehículo para posteriormente, en función de su pretensión por adoptar un posicionamiento más ofensivo o defensivo, seleccionar los títulos concretos que se deben incluir en la cartera. De esta forma, los gestores se encargan de ajustar la cartera para que los pesos de cada clase de activo se correspondan con su estrategia de mercado.

Aclarada la visión general del funcionamiento de la gestión activa, es momento de profundizar en los recovecos de este método de inversión diferenciando su uso en renta variable y en renta fija.

2.1.3 Renta variable

La gestión activa de la renta variable consiste en seleccionar del universo de acciones que conforma el índice previamente predeterminado, aquellas que el gestor considere que están infravaloradas o que tengan un mayor potencial de crecimiento. Como se ha mencionado con anterioridad, la diferencia entre la rentabilidad obtenida y la del *benchmark* (o rentabilidad del mercado) será lo que determine la calidad de la gestión del profesional en cuestión. Cabe mencionar que los dos elementos más representativos de la gestión activa de la renta variable son precio y dividendos, pues son los dos elementos que configurarán la rentabilidad de una inversión.

Para llevar a cabo la selección de los títulos el gestor se guía por su filosofía de inversión, esto es, el conjunto de normas o reglas que se siguen para determinar si se ejecuta o no una inversión. Son tres las filosofías de inversión más empleadas en la actualidad:

- Inversión en valor o *value investing*: se invierte en aquellas empresas cuyas acciones se encuentren a un precio por debajo del valor intrínseco del negocio. Para valorar el valor de una compañía se emplean métodos como el descuento de sus flujos de caja futuros o la comparación por múltiplos de empresas cuyo modelo de negocio y cifras financieras sean equiparables. El sector automovilístico o bancario suelen considerarse sectores *value*, guardando las distancias en función del modelo de negocio.
- Inversión en empresas de alto nivel de crecimiento o *growth investing*: se invierte en aquellas firmas cuyas cifras de crecimiento anuales se sitúen por encima de la media de su sector (otra referencia que se usa es el crecimiento a una tasa superior a la del PIB del país en el que operen). Algunos de los sectores identificados con la etiqueta *growth* son el tecnológico o el de la electrónica.
- *Blend investing*: se trata de una combinación de los dos anteriores estilos de inversión, por lo que se comprarán acciones de compañías tanto *value* como *growth*.

El gestor irá rotando la cartera en función de las valoraciones que tenga de las distintas compañías y se llevará una comisión de gestión, cuyas condiciones se habrán negociado previamente con el cliente.

2.1.4 Renta fija

La principal diferencia entre la gestión activa de renta variable y la de renta fija es que el gestor maneja más variables, todas propias de los instrumentos de renta fija (cupón, duración, tipos de interés, precio, *rating* o madurez), para llevar a cabo rotaciones en las carteras. En la gestión activa de renta fija, como en renta variable, se valora el precio como uno de los elementos más representativos para la obtención de una rentabilidad por encima de la del mercado. No obstante, junto al precio existen otros componentes de este tipo de activos que el gestor emplea para reducir el riesgo de sus inversiones. Las estrategias de gestión activa en renta fija pueden clasificarse en los siguientes puntos:

- Estrategias basadas en las expectativas de tipos de interés: la formulación fundamental de esta estrategia consiste en aumentar la duración de la cartera cuando se espere una bajada en los tipos de interés y, al contrario, reducir la duración cuando se prevea una subida en los tipos de interés. El objetivo de este método es aprovecharse de una subida en los precios o defenderse de una bajada de estos ante variaciones en los tipos, teniendo en cuenta que la sensibilidad del precio de los activos de renta fija es mayor cuanto mayor sea su duración.

Para ello, el procedimiento a seguir por parte del gestor puede consistir en la sustitución de activos o en la cobertura por medio de derivados. En el primero de los supuestos, el gestor intercambiaría bonos en función de su vencimiento, TIR o cupón para aprovecharse o defenderse frente a variaciones en los tipos de interés; mientras que en el segundo el gestor vendería futuros sobre los tipos de interés para cubrirse ante una subida de tipos, disminuyendo así la duración de la cartera, y abriría posiciones largas en caso de esperar una bajada de estos.

- Estrategias basadas en la curva de rendimientos de una clase de bono: son aquellas que tienen como punto de referencia la curva de retornos de un determinado tipo de bono. Los rendimientos serán diferentes en función de los plazos de madurez del bono y el gestor se basará en la forma de la curva para formar un tipo de cartera específico. Las tres principales clases de cartera con las que operar en base a esta estrategia son:
 - Cartera bala o *bullet portfolio*: la duración de los activos que la forman se concentra en torno al horizonte temporal del inversor.
 - Cartera bipolar o *barbell portfolio*: la duración de los activos que la forman se clasifica normalmente en 2 plazos, distantes entre sí.

- Cartera escalonada o *Ladder portfolio*: la duración de los activos que la forman se distribuye uniformemente a lo largo de un rango amplio de plazos.
- Estrategias basadas en el diferencial de los rendimientos de diferentes bonos: la diferencia entre los precios de distintos bonos en función de su emisor, *rating* (prima de riesgo), cupones, vencimiento o las opciones que pueda llevar implícitas, son analizadas por el gestor y comparadas con sus medidas históricas. De este modo, ante una anomalía en el diferencial se podrá prever su futura corrección y con ello el gestor podrá vender el título caro y comprar el barato como activo sustitutivo.
- Estrategias basadas en las expectativas de activos sustitutivos: consiste en invertir en aquellos activos que ofrezcan mejores características que el resto de los activos comparables del mercado. Las dos situaciones en las que más se suele utilizar este método son cuando dados dos bonos comparables:
 - Para un mismo *rating* se ofrecen rentabilidades distintas.
 - Se espera una mejora del *rating* de un bono, con ello una bajada de sus rendimientos y la consiguiente subida de precio del activo.

En ambos casos la filosofía de inversión consiste en invertir en un título dada su extraordinaria infravaloración por el mercado.

2.2 GESTIÓN PASIVA

2.2.1 Concepto

La gestión pasiva es aquella estrategia de inversión cuyo objetivo es replicar la rentabilidad de mercado. Igual que en la gestión activa, para medir la rentabilidad de mercado se seleccionará un *benchmark* y será asociado a la cartera o fondo de inversión, de tal forma que el principal objetivo del gestor será obtener los mismos retornos que dicho índice de referencia. No obstante, a diferencia de lo que sucede en la gestión activa, en esta estrategia la rotación de los activos de la cartera es mínima y solo se produce cuando la composición del *benchmark* se ve alterada. Asimismo, las comisiones de gestión que se repercuten sobre el cliente inversor son muy inferiores a las propias de la gestión activa, fundamentalmente por el bajo nivel de rotación que se ha descrito.

Es preciso destacar en este apartado la gran relevancia que han ido adquiriendo en el terreno de la gestión pasiva actual, instituciones como los ETFs (*Exchange Traded Funds*). Se trata

de fondos cotizados cuya principal característica es la finalidad que tienen de replicar un índice de referencia o una cesta de títulos. Si bien estos fondos pueden ser empleados como un activo más dentro de una cartera gestionada de forma activa, su naturaleza es eminentemente pasiva. Durante los últimos años, la puesta en cuestión de la gestión activa ha derivado en que cada vez son más las personas que se decantan por invertir directamente a través de estos vehículos, que ofrecen la rentabilidad de mercado con un coste de comisión muy inferior al de la gestión activa. Existe una gran variedad de ETFs, incluyendo aquellos de renta variable, renta fija, monetarios, de *commodities*, o sobre tipos de interés.

Como se ha venido mencionando, el principal objetivo de la gestión pasiva es replicar el *benchmark* al que esté asociada la cartera o fondo y así obtener la rentabilidad de mercado. Para medir la exactitud en la que el gestor consigue imitar el comportamiento del índice de referencia se utiliza R^2 (coeficiente de determinación), que se puede definir como el porcentaje de variación de una variable (rentabilidad de la cartera) que es explicada por la variación de otra variable (rentabilidad del benchmark). De este modo, si un fondo de inversión tiene una R^2 del 100% significaría que el gestor ha conseguido replicar exactamente el comportamiento de este.

2.2.2 Renta variable

La gestión pasiva de la renta variable se reduce al método de indexación, ya sea en la forma de ETF o como un simple fondo indexado no cotizado. La principal diferencia entre ambas opciones es que, mientras los ETFs de renta variable se compran y venden como cualquier otra acción del mercado, los fondos indexados tienen un valor liquidativo y su funcionamiento es igual que el de un fondo de inversión tradicional. Además, los ETF de acciones se encuentran invertidos al 100% en todo momento, al contrario que los fondos indexados que tienen la opción de reservar un porcentaje de liquidez.

En términos de comisiones, son los ETFs los que ofrecen unas condiciones más competitivas. No obstante, esto lo compensan los fondos indexados con sus ventajas fiscales propias de un fondo de inversión (fundamentalmente el diferimiento de pago de impuestos por plusvalías y dividendos); por otro lado, se equipara la inversión en un ETF con la realizada en una acción cotizada a efectos fiscales. Como ventajas de los fondos cotizados frente a los indexados se puede mencionar su mayor flexibilidad, ya que se trata de instrumentos muy líquidos y que permiten seguir las últimas tendencias de mercado con mayor facilidad.

2.2.3 Renta fija

A diferencia de la gestión pasiva de renta variable, en los instrumentos de renta fija existe una mayor variedad de métodos para implementar esta estrategia. Uno de los pretextos más comunes para la gestión pasiva de renta fija suele ser la existencia de clientes con determinadas necesidades según su perfil de inversión y que normalmente se encuentran muy condicionadas a su horizonte temporal. Las principales ventajas son las bajas comisiones de gestión, debido al bajo nivel de rotación que se produce en las carteras y a la escasa intervención de los gestores a lo largo de la vida de la inversión. No obstante, no siempre se pueden implementar estrategias de gestión pasiva que se adapten a las necesidades del inversor, lo cual supone ciertos inconvenientes.

Dicho esto, los principales métodos pasivos que emplean los gestores de renta fija son la indexación, el *buy and hold*, la inmunización y el *cash flow matching*:

- **Indexación:** al igual que en renta variable, consiste en configurar una cartera o fondo de tal forma que replique la composición de un índice de referencia. Por lo general, no es necesario que los bonos que se incorporen sean idénticos a los del *benchmark* si no que más bien se trata de escoger bonos con características muy similares a estos.
- **Comprar y mantener o *Buy and hold*:** estrategia basada en la compra de activos financieros (en este caso instrumentos de renta fija) con el fin de mantenerlos hasta su vencimiento. Independientemente del movimiento de los tipos de interés, el gestor mantiene la inversión hasta la fecha de su madurez, que normalmente coincide con el horizonte temporal del inversor. Sin perjuicio de lo anterior, el gestor está facultado para mejorar la composición de la cartera en caso de encontrar mejores oportunidades de inversión. Es una estrategia más propia de la gestión de carteras discretionales, aunque también pueden existir fondos de inversión con esta filosofía.
- **Inmunización:** estrategia eminentemente enfocada a la gestión personalizada de la cartera de un cliente cuyo principal objetivo es asegurar una obligación de pago de este en su horizonte temporal. La forma de configurar la cartera consiste en hacer coincidir la duración de esta con el plazo en el que el inversor tenga que hacer frente al pasivo, que será pagado con la rentabilidad obtenida con la inversión. Al igual que en la indexación, se consigue obtener una rentabilidad predefinida con independencia de las variaciones del mercado.

- *Cash Flow Matching*: también dirigida a la gestión discrecional de carteras, tiene como fundamento ir proporcionando al cliente una serie de rentas que se ajusten a sus necesidades periódicas de pago, previamente explicadas al gestor. Para ello, el gestor compra bonos con diferentes vencimientos y hace coincidir el reembolso del de mayor madurez con la última obligación de pago, el reembolso del segundo de mayor madurez con el penúltimo pago y así sucesivamente hasta cubrir todas las cuotas gracias a las devoluciones de principal junto con sus cupones.

Conociendo el marco teórico de la materia, es presumible que tanto gestión activa como gestión pasiva ofrecen respectivas ventajas y desventajas. La gestión activa se muestra como una estrategia en la que un profesional añade un valor de rentabilidad por el cual cobra una comisión de gestión más elevada. Por otro lado, la gestión pasiva se presenta como un método que requiere un menor grado de conocimiento del mercado y cuya implementación no necesita una constante búsqueda de oportunidades de inversión. En definitiva, desde el plano teórico parece que la gestión activa, si exitosa, tiene la partida ganada a la gestión pasiva. Sin embargo, es preciso conocer la evolución de los resultados de ambas estrategias y por ello se hace necesario repasar el debate con datos y comentarios propios de la literatura de la gestión de activos.

3. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El debate por la elección entre gestión activa y gestión pasiva es una de las cuestiones eternamente discutidas en el campo de las inversiones. Existen innumerables estudios que analizan estas dos estrategias atendiendo a las diferentes variables que influyen en sus respectivos resultados. También son muchos los autores que han enfrentado sus posturas en torno a esta controversia, si bien en los últimos años parece haber crecido el número de partidarios de la gestión pasiva.

La cuestión clave de la polémica radica en si la gestión activa es capaz de generar *alpha* (batir la rentabilidad de mercado) de forma recurrente y durante un periodo de tiempo considerable; o si por el contrario no es capaz y es mejor optar por una gestión pasiva, que asegura la rentabilidad de mercado y cuyas comisiones suponen un porcentaje muy inferior al del método activo. El planteamiento del problema surge a raíz del escepticismo de ciertos inversores por la gestión activa, alegando la escasa existencia de gestores capaces de batir al mercado de forma continua a lo largo de los años. A ello se suma el extenso porcentaje de fondos que ni siquiera son capaces de alcanzar la rentabilidad del mercado.

Como se mencionaba al inicio del trabajo, la revisión de la literatura se ha llevado a cabo seleccionando aquellos artículos académicos, *working papers*, libros y demás documentos que se han considerado de mayor relevancia en el campo de la gestión de activos a efectos de desarrollar esta investigación. La búsqueda de fuentes se ha realizado principalmente a través de EBSCO (seleccionando como bases de datos *EconLit* y *Business Source Complete*), de *Google Scholar* y del sistema de publicaciones académicas JSTOR. En los filtros de investigación se han empleado términos en inglés, puesto que la literatura del tema escogido es mucho más extensa en el mundo anglosajón que en el continental. La cultura financiera en países como EEUU o Reino Unido es muy superior a la existente en el resto del planeta, por lo que las principales obras de referencia en el campo de la inversión se encuentran redactadas en inglés. Los resultados obtenidos en la primera búsqueda se muestran a continuación:

Booleano	Filtro	Publicaciones		Publicaciones profesionales	Periódicos	Total
		Revistas académicas				
Active Passive	Título	340	223	118	14	695
AND Manager performance	Texto completo	28	16	7	0	51
AND Investment Fund	Texto completo	12	11	2	0	25

Como se refleja en la tabla, los primeros resultados derivados de la búsqueda por título son excesivamente amplios y se muestran publicaciones que no tienen relación alguna con el

objeto de estudio de este trabajo. Por ello es necesario ajustar los *booleanos* y aplicar demás filtros para reducir la búsqueda y dar con un número de resultados asequibles y que muestren casi exclusivamente materia relacionada con los diferentes métodos de gestión de las inversiones. Añadidos los nuevos *booleanos* para acotar la búsqueda (*manager performance* e *investment fund*), las publicaciones existentes ascienden a 26. Estos trabajos han servido como punto de partida para poder reconocer cuáles son las referencias históricas y actuales en el debate entre gestión activa y pasiva.

La selección de las obras comentadas en este trabajo se ha llevado teniendo en cuenta en primer lugar su relevancia, para poder sentar las principales líneas del debate. En este sentido, cabe destacar la labor de Fama y French como unos de los primeros precursores del análisis de la eficiencia de los mercados financieros, del papel de los diferentes tipos de gestión de las inversiones dentro de los mercados de capitales y de sus resultados a lo largo de los años. Sus aportaciones han servido como punto de partida para ubicar el inicio de la cuestión y su razonamiento no dista mucho de la realidad actual. También como figura importante en el ámbito de investigación de la gestión activa destaca el trabajo de Malkiel. Se trata de uno de los autores que más ha estudiado la comparativa entre gestión activa y pasiva aportando resultados sólidos y convincentes. Su obra refleja un crítico resumen de la evolución de la gestión activa hasta la actualidad, explicado de forma clara y concisa.

Una vez establecido el marco genérico, la segunda pretensión era la de escoger un conjunto de publicaciones que mostrasen nuevos caminos algo más alejados de los argumentos más repetidos. Siguiendo la estructura que se había planteado desde un inicio, se seleccionaron obras que aportasen perspectivas menos tratadas y que hiciesen del trabajo una forma algo diferente de explicar los resultados de las dos estrategias de inversión. Estudios como el de Kasowski (2006) o el de Jones, CFA, y Wermers (2011) consiguen desvincularse de las principales líneas de estudio y buscar nuevos razonamientos que expliquen la comparativa de rentabilidades entre gestión activa y pasiva.

Uno de los pocos problemas encontrados en la revisión de la literatura ha sido el escaso número de publicaciones evaluando el comportamiento de la gestión activa en el campo de la renta fija. La mayor parte de los estudios se centra en el análisis de la gestión de activos de renta variable y son pocos los autores que se han dedicado a medir los resultados de los vehículos de renta fija. Aún así, las obras de Blake, Elton y Gruber (1993) y de Detzler (1999) ofrecen una visión que cubre ampliamente la cuestión objeto de estudio.

3.1 Evolución histórica del debate

Antes de dar paso a los estudios más recientes del enfrentamiento entre gestión activa y pasiva, es preciso mencionar algunos de los detalles que han marcado este debate a lo largo de la historia. La mayor parte de los estudios del pasado muestran conformidad en que la gestión activa no es capaz de batir la rentabilidad del mercado una vez deducidos gastos y comisiones. Es decir, el consenso afirma que este método consigue alcanzar una rentabilidad igual que la del índice de referencia correspondiente, pero una vez tenido en cuenta comisiones y demás gastos, el resultado es negativo.

El origen de este debate se puede situar en 1924 con el nacimiento del primer fondo de inversión (gestión activa) en EEUU: *The Massachusetts investors trust* (Rathbones, 2017). A raíz del nacimiento de esta firma de inversión, comienzan a surgir otros fondos y a popularizarse en algunas partes del país. Tras las enormes pérdidas como consecuencia de La Gran Depresión de 1929, se elaboró una regulación que recogiese el funcionamiento de todas estas instituciones.

Dos décadas más tarde aparece la figura de John Bogle, uno de los inversores más ilustres de la historia, al cual se conoce como el fundador de *The Vanguard Group* y cuyas aportaciones sobre la gestión pasiva en su obra publicada *The Economic Role of the Investment Company* (1951) fueron la semilla que daría lugar al enfrentamiento con la gestión activa. En la década de 1970 el mundo de la inversión comenzó a tener presente la gestión pasiva como alternativa a la estrategia activa y escasos años más tarde, *Vanguard* lanzó el primer fondo indexado de gestión pasiva del mundo. La intención de John Bogle era la de constituir un fondo que emplease una gestión pasiva para poder medir los resultados de sus gestores activos comparando ambos tipos de estrategias. A partir de la década de 1990 la generalidad de inversores se hacen conscientes de los deficientes resultados de la gestión activa en comparación con la pasiva dando lugar a un crecimiento extraordinario de este segundo método, que comienza a quitarle terreno en el mundo de la inversión a la gestión activa.

Una vez introducido el origen del debate, se hace indispensable acudir a los estudios de los icónicos profesores Eugene Fama y Kenneth French para analizar la evolución histórica de este debate. Fama y French (2010) señalan que “los gestores de fondos de inversión en su conjunto consiguen obtener una rentabilidad neta por debajo de la obtenida según el modelo CAPM, el modelo de tres factores y del modelo de cuatro factores, igual al importe de los ratios de gasto”. Además, en esta misma obra añaden que aquella porción de gestores capaces obtener una rentabilidad considerablemente superior a la del *benchmark* queda

completamente eclipsada por la gran mayoría de gestores incapaces de superar al mercado. Incluso esa pequeña minoría no obtiene tan buenos resultados cuando se analiza en detalle la recurrencia y el largo plazo de la rentabilidad obtenida.

Para demostrar el argumento de que la gestión activa obtenía peores resultados que la pasiva, French (2008) asume que las inversiones son un juego de suma cero. Bajo esta hipótesis se considera que la gestión pasiva obtiene una rentabilidad igual a la de mercado y dentro de la gestión activa, las ganancias de los gestores que consiguen batir al mercado son equivalentes a las pérdidas de aquellos con retornos inferiores a los del mercado. De este modo, el total de gestores activos en su conjunto nunca podría ser capaz de superar los resultados de la gestión pasiva. Esta última afirmación podría poner en entredicho el valor que aporta la gestión activa a la sociedad en general, pues en principio solo generaría pérdidas respecto al mercado. Sin embargo, French (2008) apunta que, aunque no sea en forma de una rentabilidad superior a la del mercado, la gestión activa añade valor a la sociedad pues ayuda a ajustar los precios reales de los activos y por tanto “permite descubrir la distribución óptima de recursos en la sociedad”.

Por último, cabe señalar que Fama y French (2010) se centran especialmente en el comportamiento o *performance* de fondos de renta variable americana, sin entrar a analizar la actuación de fondos en un ámbito internacional. También defienden que muchos fondos que se autodenominan de gestión activa utilizan realmente métodos de inversión propios de la gestión pasiva, pues su *active share* no supera el 60% de los activos en cartera. Cuando se habla de *active share* se hace referencia a la porción de activos gestionados que difieren de la composición del *benchmark* asociado al fondo. De esta forma, Fama y French (2010) quieren resaltar la existencia de un tipo de fondos que no son realmente activos y cuyos resultados son normalmente incluidos dentro de los de la gestión activa en su conjunto. Como se adelantaba en el marco teórico, estos autores denominan a este tipo de fondos *closet indexers* y fundamentan su existencia en la aversión que tienen algunos gestores a obtener rentabilidades muy por debajo de las del índice de referencia.

Las principales conclusiones del trabajo de Fama y French se pueden resumir en los dos siguientes puntos:

- Dados los resultados previamente comentados, el aumento de la popularidad por la gestión pasiva era un hecho y existían expectativas de que el crecimiento de los instrumentos que emplea este método fuera a incrementarse.

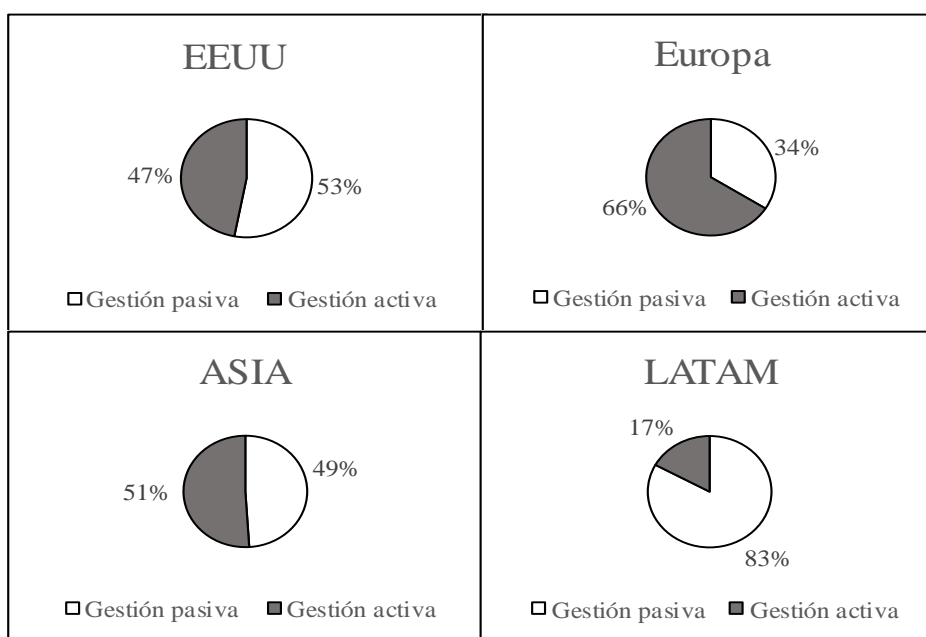
- Asumiendo la teoría de los mercados eficientes, las comisiones de gestión propias de la gestión activa deben ajustarse al *alpha* generado por el gestor, de tal forma que el retorno neto obtenido por este método sea igual al alcanzado por la gestión pasiva.

3.2 Actualidad del debate

Fama y French (2010) ya fundamentaron el fuerte crecimiento de la gestión pasiva latente en la actualidad. Los datos más recientes, de finales de 2018, muestran cómo la gestión pasiva de renta variable instrumentalizada a través de ETFs supone algo más del 50% del total de activos gestionados en EEUU y un 34% del total de activos gestionados en Europa. A continuación se muestra un gráfico para analizar visualmente los datos comentados y se añaden los correspondientes a los territorios de Asia y Latam:

Gráfico 1.

CUOTA DE MERCADO DE LA GESTIÓN ACTIVA Y PASIVA EN RENTA VARIABLE, 2018



Fuente: *Morningstar*, diciembre 2018

En una entrevista concedida por el célebre inversor Warren Buffet, no precisamente sospechoso por elegir la gestión pasiva frente a la activa (se le considera uno de los principales referentes de la filosofía del *value investing*), afirmaba abiertamente que aconsejaría a su mujer invertir su fortuna en un fondo indexado al S&P 500 en caso de su fallecimiento.

Aunque la línea general del debate sugiera una sustitución de la gestión activa por la pasiva, es preciso analizar algunos detalles más para poder tomar conclusiones que no se consideren precipitadas. Para ello, se va a tratar de profundizar en el estudio de la generación de valor de la gestión activa en función de los distintos tipos de activos financieros (renta variable y renta fija), de los diferentes escenarios macroeconómicos (fase expansiva y contractiva de la economía) y de los diferentes tipos de mercados en función de su eficiencia (mercados emergentes).

3.3 Creación de *alpha* en la gestión activa de renta variable

3.3.1 La cruda realidad de la gestión activa

Como punto de partida para examinar el apartado en cuestión, es interesante acudir al recopilatorio de investigaciones llevado a cabo por Malkiel (2016) acerca del debate sobre los diferentes tipos de gestión. Los resultados obtenidos por el conjunto de estudios apuntan hacia la misma dirección: ni los gestores de fondos de inversión, ni los gestores de carteras de valores o de planes de pensiones son capaces de obtener una rentabilidad superior a la del mercado en periodos prolongados de tiempo. Si estos hubiesen optado por invertir en un *benchmark*, los retornos obtenidos hubiesen sido superiores a los proporcionados a través de una gestión activa.

A continuación se muestra una tabla con la rentabilidad obtenida por el fondo de inversión medio de renta variable americana y su comparativa con el retorno obtenido en el mercado, representado por el índice de referencia S&P 500:

Tabla 1.

COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN VS. ÍNDICE DEL MERCADO, 1994-2013	
	20 años hasta el 31 de diciembre de 2013
Índice S&P 500 (benchmark)	9,22%
Fondo de inversión medio	8,36%
Ventaja del índice (en puntos porcentuales)	0,86%

Fuente: Lipper y Vanguard, 2014

Malkiel (2016) se hace eco de una expresión que la famosa revista *Forbes*, especializada en el mundo de los negocios y de las finanzas, publicó en relación con esta cuestión: “una combinación de suerte y de inercia vence a la mente”. A través de esta expresión, la revista pretendía subrayar que todos los años se publicaba una lista de los fondos de inversión que obtienen retornos significativamente superiores a los de la media del mercado. No obstante,

estos resultados no ostentan la consistencia que se exige en periodos de tiempo más extensos. Es decir, los gestores se encuentran sometidos a diferentes sucesos aleatorios y las ganancias obtenidas por estos un año no garantizan rentabilidades futuras. Los factores suerte e inercia en el mundo de la inversión se han configurado como dos aspectos para tener en cuenta a la hora de explicar la rentabilidad obtenida en un determinado momento.

Cuando se habla de inercia se hace referencia al *momentum* de mercado, del cual se ven especialmente beneficiados los gestores de perfil agresivo (cuyos fondos tienen una beta superior a 1). Durante los años de crecimiento de las bolsas de valores estos gestores obtenían resultados por encima de la media y se convertían en los nuevos referentes de la inversión. Sin embargo, cuando las bolsas caían sus fondos sufrían grandes pérdidas y sus números quedaban en el baúl de los recuerdos. Malkiel (2016) añade como ejemplo de fondo de inversión cuya fama fue efímera el denominado *Mates fund*, que alcanzó el número uno en rentabilidad en 1968 y para 1974 había perdido más del 90% de su valor, dejando de existir posteriormente.

En la siguiente tabla se muestra cómo los 20 primeros fondos de inversión de renta variable americana de diferentes épocas no eran consistentes en términos de rentabilidad y durante la década inmediatamente posterior tenían actuaciones por debajo de la media del mercado:

Tabla 2.

COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS AÑOS 70 DURANTE LOS AÑOS 80		
	Retribución media anual	
	Años 70	Años 80
20 primeros fondos de los 70	19,0%	11,1%
Media general de los fondos*	10,4%	11,7%
COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS AÑOS 80 DURANTE LOS AÑOS 90		
	Retribución media anual	
	Años 80	Años 90
20 primeros fondos de los 80	18,0%	13,7%
Índice S&P 500	14,1%	14,9%
COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS AÑOS 90 DURANTE LOS AÑOS 2000		
	Retribución media anual	
	Años 90	Años 2000
20 primeros fondos de los 90	18,0%	-2,2%
Índice S&P 500	14,9%	-0,9%

Fuente: Lipper y Vanguard, 2014

*Datos no disponibles del Índice S&P 500.

Como se puede observar, los fondos de inversión de décadas anteriores no fueron capaces de superar los resultados de la media en ninguna de las tres décadas siguientes aquí ilustradas. Si bien los datos tratados se representan en medias y por tanto siempre habrá gestores que las superen, las estadísticas mostradas no dejan duda de que las rentabilidades de los fondos de inversión no son consistentes y que hay que tener en cuenta el factor fortuna. A pesar de que la información provista ofrece resultados demoledores hubo un fondo de inversión, el *Magellan Fund* gestionado por Peter Lynch, capaz de batir al mercado durante las décadas de 1970 y 1980 (duplicando los retornos del índice S&P 500) y consagrándose como el fondo de inversión más rentable del campo de la inversión.

No es necesario acudir a periodos de diez y veinte años como se mostraba en la anterior tabla para ilustrar los deficientes números de la gestión activa frente a la indexación. Es obvio que siempre habrá fondos activos que en periodos cortos de tiempo sean capaces de batir al mercado incluso con números desorbitantes. No obstante, es un porcentaje muy bajo el que lo consigue y esto se puede demostrar a través de los informes anuales que realiza la agencia de calificación *Standard & Poors* comparando la actuación de los fondos de inversión con sus respectivos índices de referencia. A continuación se muestra el informe del año 2014, si bien los resultados son muy parecidos en los informes de otros años:

Tabla 3.

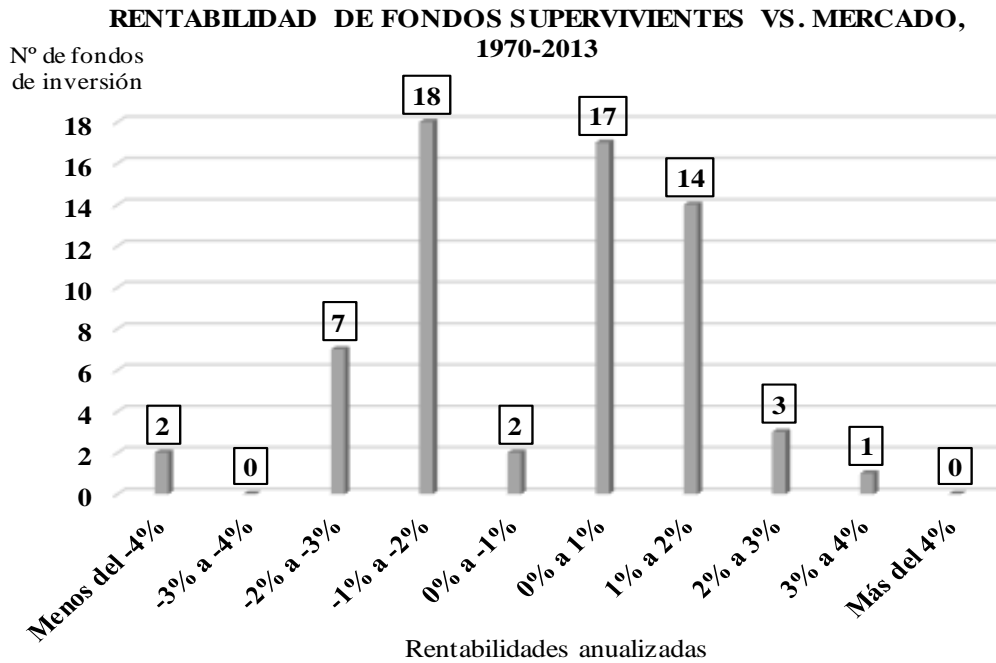
COMPARACIÓN DE LOS ÍNDICES S&P CON FONDOS ACTIVOS, 2014			
Porcentaje de fondos activos superados por el <i>benchmark</i>			
	Un año	Dos años	Cinco años
Fondos <i>large-cap</i> respecto al índice S&P 500	55,8	80	72,7
Fondos <i>small-cap</i> respecto al índice S&P Small Cap 500	52,8	80,4	71,7
Fondos globales respecto al S&P Global 1200	54,1	71,8	66,2

Fuente: Informe SPIVA de S&P, 2014

Los datos reflejan que independientemente de que se invierta en empresas de gran capitalización o en empresas de baja capitalización, los resultados a 5 años de la gestión pasiva son mejores en torno a un 70% de los casos. Un porcentaje ligeramente inferior se aplica a la gestión activa internacional, como se puede deducir en la tabla expuesta.

Por último, es curioso prestar atención a la evolución del número de fondos de inversión existentes desde 1970, año en torno al cual la gestión pasiva se empieza a entender como una alternativa a la gestión activa, hasta la reciente actualidad. En dicho año, el número de fondos de inversión ascendía a 358, de los cuales han sobrevivido un total de 84. En el gráfico que se expone más adelante se analiza el *performance* de estos fondos con respecto a la rentabilidad que ofrece el mercado:

Gráfico 2



Fuente: Lipper, 2014

Los datos mostrados tienen una desviación de supervivencia, puesto que de los 358 fondos iniciales se han extinguido con el paso del tiempo un total de 274. A pesar de ello, se puede analizar cómo tan solo 35 del conjunto de fondos han sido capaces de batir al mercado en el periodo que se muestra. De todos estos son 3 los capaces de obtener una plusvalía de un 2% en términos absolutos con respecto a la rentabilidad del mercado.

3.3.2 Un atisbo de luz en la gestión activa

Aunque parezca que todos los argumentos apuntan a una rotunda victoria de la gestión pasiva sobre la gestión activa, existen ciertos trabajos de investigación que demuestran las posibilidades de éxito de la gestión activa teniendo en cuenta algunas precisiones. Sin entrar en conflicto con lo anteriormente expuesto, en un juego de suma cero donde hay perdedores también tiene que haber ganadores. La pregunta que hay que plantearse llegados a este punto es si existe un perfil de gestor capaz de batir al mercado de forma recurrente y en tal caso, cuáles son las características para identificarlos.

Cremers, Martijn y Petajisto (2007) tratan de verificar la creación del *alpha* de la gestión activa tomando como referencia las rentabilidades de fondos de inversión americanos entre 1996 y 2010. Como punto de partida de la investigación los autores diferencian entre fondos

de inversión de gestión activa (lo que Fama y French hubiesen denominado *closet indexers*) y aquellos a los que denominan de gestión “verdaderamente activa”. Este segundo grupo, que se diferencia del primero en que tiene una mayor porción de activos que difieren de los del índice de referencia (mayor *active share*), englobaría tan solo entre un 20% -30% del número total de fondos de gestión activa.

Sus resultados causaron gran sorpresa al concluir que los denominados fondos “verdaderamente activos” son capaces de batir la rentabilidad del *benchmark* que tienen asociados, mientras que los fondos menos activos suelen obtener rentabilidades inferiores a la del mercado. De esta forma, el estudio concluye que es posible encontrar gestores con grandes habilidades analíticas capaces de seleccionar las acciones que vayan a obtener las rentabilidades más altas de los títulos que compongan el índice de referencia. Este tipo de gestores serían popularmente conocidos como *stock pickers*¹.

Petajisto (2013) analiza la misma cuestión diferenciando el nivel de gestión activa de los fondos en función de su *active share* y de su *tracking error*, ambos conceptos anteriormente mencionados en este trabajo. Algunas de sus principales aportaciones se pueden resumir en los siguientes puntos:

- Desde el año 2007 ha aumentado exponencialmente el interés por los vehículos de gestión pasiva. Por su parte, la gestión activa disminuye en periodos de alta volatilidad y de baja rentabilidad del mercado.

La rentabilidad media de los fondos de gestión activa (*closet indexers*) se sitúa en torno a 41 puntos básicos por detrás de la rentabilidad de mercado, importe muy similar al que corresponde a las comisiones de gestión. Este tipo de gestores obtuvo retornos parecidos a la rentabilidad de mercado, pero alcanzaron un resultado negativo una vez descontadas las comisiones de gestión. Por su parte, la rentabilidad media de los fondos de gestión pasiva evoluciona a la par que la rentabilidad de mercado, pero si se tienen en cuenta las comisiones de gestión, el resultado es negativo por el importe de estas. En estos puntos, las conclusiones de este trabajo coinciden con lo que ya adelantaron Fama y French (2010).

- Solo existe un grupo de profesionales que emplean la gestión activa capaces de vencer al mercado: los previamente mencionados *stock pickers*. Este perfil de gestor es capaz de

¹ En el marco teórico se diferencian los gestores activos cuya función básica es la construcción de un buen *asset allocation* de aquellos también capaces de seleccionar títulos en base a sus análisis fundamentales. A este segundo grupo de gestores es al que Cremers, et al. (2007) denominan *stock pickers*.

superar al *benchmark* en un 1,26% de rentabilidad después de gastos y comisiones (en torno a una rentabilidad superior del 2,61% en bruto). Especialmente buenos son los resultados de estos gestores en sus inversiones en empresas de baja capitalización y en mercados emergentes, ambos supuestos caracterizados por una menor eficiencia de los mercados.

- Durante el periodo de crisis de 2007 la gestión activa sufrió pérdidas superiores a las del mercado, recuperándose del golpe durante los años inmediatamente posteriores. En este mismo escenario los *stock pickers* redujeron su margen de rentabilidad sobre el mercado, consiguiendo mantener rentabilidades un 1% superiores al mismo.

Como se demuestra en estos estudios existen (aunque pocos) gestores capaces de superar al mercado de forma periódica y acumulan ganancias iguales a las pérdidas del resto de gestores activos, puesto que la gestión pasiva replica la rentabilidad de mercado. El único problema entonces consiste en averiguar qué gestores generan un *alpha* positivo recurrentemente.

Jones et al. (2011) describen los principales rasgos que tienen en común los gestores que baten al mercado o *Superior Active Managers (SAM's)*. Como gran parte de la literatura sobre este tema, los autores del trabajo afirman que la media de gestores activos no consigue superar al índice de referencia, pero que existe un pequeño grupo dentro de ellos capaces de añadir valor en su gestión. Para identificarlos con antelación, existen algunos factores disponibles de forma pública al alcance de cualquier inversor:

- Resultados históricos: la evidencia recogida y ordenada por estos autores refleja que los gestores con buenos resultados en el pasado tienen mayores posibilidades de perdurar a lo largo de los años cuando el *alpha* generado es resultado de la especialización en un estilo de inversión. No es necesario que dicho estilo se mantenga año tras año pues, como se verá más adelante, son los gestores capaces de elegir el estilo de inversión adecuado para cada momento del ciclo económico, los verdaderos vencedores del juego. Lo mismo sucede cuando el sesgo de inversión se produce por sector y no por estilo de inversión.
- Características del gestor y del vehículo: los resultados del estudio apuntan a una mayor probabilidad de encontrar *SAM's* en gestores con mayor experiencia al mando de vehículos con volumen de gestión superior al de la media. Otras características que pueden prever una buena actuación por parte del gestor son su formación en un postgrado universitario, la tenencia de un título especializado como el CFA, así como las buenas relaciones con los directivos de las empresas en las que el fondo tiene posiciones largas. Por otro lado, los gestores de entidades con una estructura muy jerarquizada suelen tener

peores resultados que aquellos propios de firmas con una estructura que organiza el poder de forma más horizontal.

Atendiendo a las características del vehículo de inversión, son los fondos invertidos al 100% y aquellos que cobran comisiones de gestión más bajas, los que se prevé que obtengan mejores resultados.

- Análisis de las posiciones del vehículo: los estudios realizados desvelan que aquellos fondos con una mayor diferencia entre la rentabilidad de las posiciones abiertas y la rentabilidad neta final (ya sea por errores de *trading* o para esconder pérdidas), tienden a tener peores resultados. También es interesante considerar las variaciones de riesgo que soporta un fondo, pues la evidencia muestra que aquellos vehículos con un nivel de riesgo estable tienden a superar en 120 puntos a aquellos con mayor volatilidad.

Por otra parte, los gestores que abren posiciones contrarias al consenso de analistas en una acción determinada son capaces de superar a los que lo siguen en 260 puntos básicos al año. Asimismo, se pueden incluir en este apartado las conclusiones de Cremers et al. (2007), previamente mencionadas, sobre los mejores resultados de aquellos vehículos con un mayor porcentaje de *active share*.

Además de estos factores, a la hora de seleccionar un gestor que genere *alpha* es preciso prestar atención a la parte del ciclo económico presente. El siguiente apartado se dedica al *performance* de la gestión activa en escenarios de expansión y contracción económica.

3.3.3 Parte del ciclo económico

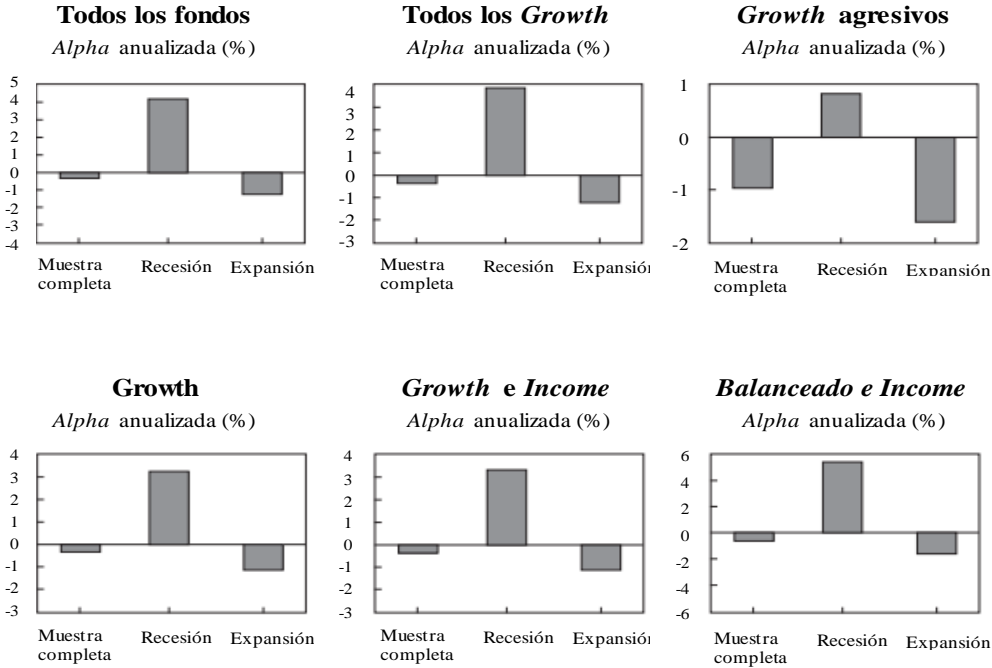
Este apartado trata de analizar el comportamiento de la gestión activa en función del entorno macroeconómico de cada determinado momento. Para ello, se analizarán los datos encontrados sobre la actuación de la gestión activa en escenarios de expansión y recesión económica.

Kosowski (2006) defiende que la gestión activa es más propensa a batir al mercado en una situación de recesión que de expansión económica. El autor aclara que esto no se debe a la acumulación de liquidez (puesto que su análisis ajusta la rentabilidad obtenida al riesgo de mercado), sino que es durante los periodos de recesión cuando los gestores encuentran mayores oportunidades por los desajustes en los precios de los activos. Especialmente interesantes son los resultados de la gestión activa durante la creación y explosión de una burbuja. Durante su creación el precio de las acciones sube por encima del valor calculado por fundamentales y la rentabilidad obtenida por la gestión activa es inferior a la del índice

de referencia; con la explosión de la burbuja el margen de seguridad aumenta en gran medida y de ello se aprovechan los gestores para batir al mercado. A continuación se muestran diferentes gráficos que evidencian el buen *performance* de la gestión activa en épocas de recesión:

Gráfico 3.

ALPHA GENERADA DURANTE RECESIÓN Y EXPANSIÓN ECONÓMICA, 1962-2005



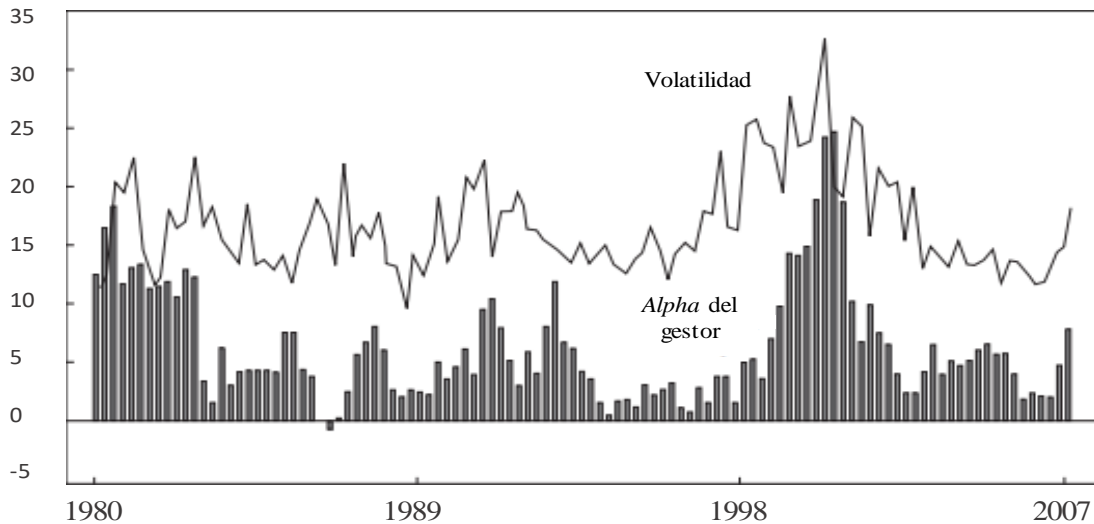
Fuente: Adaptado de Kosowski (2006)

Como se puede observar, los resultados en la muestra completa de la gestión activa (independientemente del contexto macroeconómico) no son muy alentadores, como se ha venido comentando en este trabajo. Sin embargo, se puede apreciar una clara mejoría de los gestores durante las épocas de recesión, donde los resultados son especialmente buenos. El problema que surge es predecir con exactitud el comienzo y el final de la etapa de contracción económica, pues con cualquier error en su definición se asume un gran riesgo al invertir en un contexto de bruscas caídas de los precios.

Kosowski (2006) añade en su trabajo que la creación de nuevas oportunidades de inversión, normalmente aprovechadas por la gestión activa, se da en periodos de alta volatilidad en general. El siguiente gráfico muestra como los gestores con mejores habilidades mejoran sus *alphas* en escenarios de alta volatilidad:

Gráfico 4.

(%) **ALPHA Y VOLATILIDAD, 1980-2007**



Fuente: Adaptado de Gerard (2009)

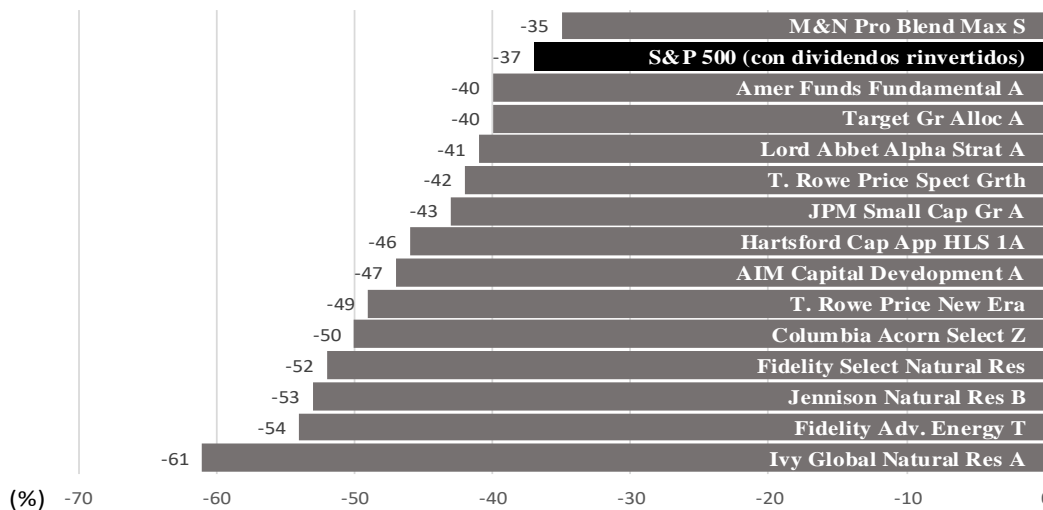
El gráfico recoge únicamente el *alpha* generado por el 25% de mejores gestores de fondos americanos de *large-cap*. Los resultados son bastante visuales ya se puede apreciar con claridad cómo ante subidas de la volatilidad del precio de las acciones, los gestores son capaces de incrementar considerablemente el valor añadido de su trabajo. Si bien esta relación se da en un significativo porcentaje de los casos, en el gráfico también se pueden observar algunos puntos donde un repunte en la volatilidad no conlleva necesariamente un aumento del *alpha* de los gestores. Es decir, un escenario de volatilidad facilita la aparición de oportunidades de inversión para la gestión activa, pero no asegura en todos los casos un incremento del *alpha* generado.

Avramov, Doron, y Wermers (2006) defienden que seleccionar un fondo de inversión en función de indicadores macroeconómicos que puedan predecir estas situaciones de aumentos de volatilidad, especialmente en periodos de contracción económica, puede llegar a suponer un aumento en 600 puntos básicos anuales los retornos obtenidos.

Aunque los resultados de la gestión activa mejoren durante las etapas de recesión económica, la capacidad para batir al mercado de forma consistente permanece ausente. Para demostrar lo efímera que puede ser una inversión sobresaliente, Malkiel (2016) muestra cómo solo uno de los catorce fondos de inversión que habían batido al índice S&P 500 durante nueve años consecutivos hasta 2007, fue capaz de superarlo también en 2008. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad obtenida ese año por los 14 fondos de inversión que habían superado al S&P 500 durante nueve años consecutivos hasta 2007:

Gráfico 5.

RENTABILIDAD RANKING FONDOS, 2008



Fuente : Wall Street Journal , 5 de enero de 2009

Únicamente el fondo *M&N Pro Blend Max S* fue capaz de batir al mercado de forma consistente tanto en años de expansión económica como durante el primer año de la crisis financiera de 2008. Una vez más, se demuestra que la gestión activa puede batir al mercado durante algunos años (en expansión o contracción de la economía), pero hacerlo recurrentemente está al alcance de muy pocos gestores.

3.3.4 Mercados emergentes

La inversión en mercados emergentes ha experimentado un fuerte crecimiento a lo largo de las últimas décadas, especialmente desde finales de 1980. Las principales razones de este incremento derivan de las altas tasas de crecimiento de las economías pertenecientes a estas regiones; de cierta ineficiencia en los mercados, que no reflejan toda la información disponible en los precios de los activos; y de la existencia de una baja correlación con los mercados desarrollados. Esta combinación ofrece a los gestores la posibilidad de encontrar nuevas oportunidades de inversión y de diversificación, ampliando así sus alternativas a la hora de construir sus carteras. Dicho esto, se plantea si el hecho de que algunos inversores dispongan de los medios e información suficiente aumenta la diferencia en la rentabilidad con aquellos inversores desinformados y si los primeros son capaces de batir al mercado de forma persistente a lo largo de los años.

El punto de referencia para responder a la pregunta anteriormente planteada es el trabajo elaborado por los economistas americanos Grossman y Stiglitz (1980). En su obra, estos autores afirman que los mercados no son eficientes en su forma fuerte y desarrollaron lo que sería conocido como “la paradoja de Grossman y Stiglitz”. Si se parte de la base de que la información adicional supone un coste para el inversor y que a su vez los mercados son eficientes en su forma fuerte, ningún individuo estará dispuesto a pagar por ella pues esto no se verá reflejado en una rentabilidad superior a la del mercado. Puesto que toda la información (histórica, pública y privada) se va a manifestar en el precio de los activos, el inversor se comportará de forma racional y esperará a que esto suceda para llevar a cabo su inversión. No obstante, en la actualidad muchos inversores (sobre todo institucionales) sí que pagan por este tipo de información y por ello esperan obtener unos retornos superiores a los de los inversores desinformados. De esta manera, en aquellos mercados caracterizados por su menor eficiencia debido a la desinformación, como es el caso de los mercados emergentes, la gestión activa debe ser capaz de generar recurrentemente suficiente *alpha* como para cubrir con cierto margen las comisiones de gestión.

Kremnitzer (2012) se plantea como objetivo determinar si los gestores activos obtienen retornos superiores a los de la gestión pasiva debido a las ineficiencias de los mercados emergentes. Para ello, el autor analiza durante los tres años posteriores a 2008 el comportamiento de diferentes fondos activos y ETFs de inversión en mercados emergentes, cuyo acceso fuese disponible en el mercado americano de renta variable. Aunque el periodo de análisis parezca algo corto, la aparición de ETFs de mercados emergentes en EEUU es muy reciente y un estudio de un periodo de tiempo más prolongado hubiese limitado los resultados.

Los resultados de esta investigación determinan que existe una fuerte relación entre la gestión activa de acciones de mercados emergentes y una rentabilidad anormalmente superior, capaz de mejorar la obtenida por la gestión pasiva (ajustada al riesgo y descontados los gastos de gestión) en una media de 2,75%. Siguiendo la línea de Grossman y Stiglitz (1980), se defiende que en los mercados emergentes no se da la misma forma de eficiencia que en los mercados desarrollados y por tanto los inversores con mayor acceso a información son capaces de batir al mercado. Un claro ejemplo de la ineficiencia de este tipo de mercados es la posibilidad que ofrecen de llevar a cabo arbitrajes, operaciones que en un mercado más eficiente como el americano es mucho más difícil realizar. El factor más determinante para obtener dichos retornos a la hora de seleccionar títulos en estos mercados es el efecto precio/valor contable, que valora la cotización de una acción en comparación con su valor

contable. Es decir, aquellos fondos de renta variable emergente que invierten en títulos con un ratio precio/valor contable inferior, son propensos a obtener mejores retornos y generar *alpha* positivo.

Uno de los problemas de este trabajo es que emplea los ETFs como proxy para representar la gestión pasiva de renta variable, lo cual no es preciso del todo puesto que estos vehículos no subsumen categorías como los fondos indexados no cotizados. Malkiel (2016) realiza un breve apunte sobre la comparación entre la gestión activa de renta variable en mercados emergentes y el índice de referencia de S&P correspondiente. Los resultados se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 4.

COMPARACIÓN DE LOS ÍNDICES S&P CON FONDOS ACTIVOS, 2014			
Porcentaje de fondos activos superados por el <i>benchmark</i>			
	Un año	Dos años	Cinco años
Fondos de mercados emergentes respecto al S&P IFCI Compsite	57,5	60,9	80

Fuente: Informe SPIVA de S&P, marzo 2014

Como se puede observar, para los tres periodos mostrados la gestión activa es superada por la réplica de índices en mercados emergentes. Especialmente dolorosos para la gestión activa son los resultados a cinco años, donde tan solo el 20% de los gestores activos son capaces de batir los retornos obtenidos por la gestión pasiva. Estos datos resultan contradictorios con los obtenidos con el estudio previamente comentado, si bien se puede justificar que ambos pertenecen a periodos diferentes y que la gestión pasiva en esta segunda investigación se representa través de fondos de inversión indexados no cotizados y no por medio de ETFs.

En definitiva, los activos procedentes de mercados emergentes van a seguir jugando un papel importante en las carteras de los gestores activos, fundamentalmente debido a las ineficiencias de mercado (derivadas de la asimetría de información y del desajuste de los precios de los títulos) y a las posibilidades de descorrelación que ofrece. Aunque algunos de estos mercados sean cada vez más eficientes a consecuencia de su rápido crecimiento, surgirán nuevos mercados emergentes que atraerán grandes volúmenes de dinero procedentes de nuevos inversores.

3.3.5 La necesidad de la gestión activa en los mercados

Independientemente de la aparente victoria de la gestión pasiva en términos de rentabilidad, cuyos números se encuentran generalmente por encima de los de la media de los gestores activos en el largo plazo, es momento de comentar el resto de las ventajas que aporta la

gestión activa en los mercados financieros y en la sociedad actual. Más allá de los retornos obtenidos, la creación de liquidez, la distribución eficiente de la inversión y la acumulación de la propiedad en escasos inversores son algunos de los temas para tener en cuenta al discutir el debate entre ambas estrategias de gestión.

Siguiendo la línea de Kenneth French (2010), que concebía el mundo de la inversión como un juego de suma cero, Malkiel (2017) afirma que la gestión pasiva alcanza los retornos del mercado con coste cero, mientras que la gestión activa obtiene un resultado negativo igual al coste de gestión. Los activos financieros son comprados por un inversor y vendidos por otro, de tal forma que las ganancias de unos suponen las pérdidas de otros. A pesar de ello, la función de los gestores activos es esencial para dotar de liquidez al mercado y para ajustar los precios de los activos que lo conforman.

En base a esta última idea expuesta, Jenkins (2016) defiende que la gestión pasiva supone un riesgo para el crecimiento global de la economía, puesto que su método impide la colocación efectiva del capital. Una inversión realizada mediante la réplica de un índice no tiene en cuenta la rentabilidad del negocio ni las oportunidades de crecimiento de nuevos mercados, puede conllevar la creación de burbujas en compañías de gran capitalización (incluidas en los principales índices donde invierte la gestión pasiva) y supone una acumulación de propiedad que va en detrimento tanto de la liquidez de los mercados como de su correcto funcionamiento basado en la libre competencia. Para desarrollar su explicación, este autor compara el funcionamiento de un sistema capitalista con mercado de capitales activo como aquel en el que el capital se moviliza rápidamente hacia las nuevas industrias en crecimiento; con un sistema Marxista, donde “por lo menos alguien planifica una colocación del capital”; y con un sistema capitalista con mercado de capitales pasivo donde nadie toma decisiones encaminadas a situar el capital de forma eficiente.

En otro artículo, Malkiel (2016) replica a Jenkins (2016) que el desajuste de precios y la creación de burbujas en las grandes compañías no tiene por qué darse puesto que no solo existen índices de empresas *large-cap*, sino que también los hay que incluyen toda clase de entidades independientemente de su tamaño. Por otro lado, admite que la acumulación de propiedad puede llegar a constituir un problema si los fondos no usan sus votos para tomar decisiones que favorezcan al conjunto de los propietarios. Sin embargo, este autor centra el tiro en las posibles consecuencias que tendría un aumento exponencial de la gestión pasiva en la eficiencia de los mercados. En esta línea, acepta la necesidad de que exista un porcentaje (bajo) de gestores activos cuyas inversiones hagan reflejar en el precio de las acciones toda la información disponible y que además doten de cierta liquidez al mercado. De lo contrario,

en un contexto de exclusiva gestión pasiva las nuevas oportunidades de inversión no serían reconocidas por los inversores, algo que según Malkiel (2017) es “inconcebible en un sistema capitalista como el nuestro” puesto que siempre surgiría un nuevo *hedge fund* con la finalidad de aprovechar dichas oportunidades.

Ambos autores coinciden en la evidencia de que un mercado dominado en su totalidad por la gestión pasiva tendría consecuencias desastrosas: falta de liquidez, ineficiencia en la distribución del capital invertido (no se aprovecharían nuevas oportunidades de inversión), desajustes en los precios de los activos (estos no recogerían toda la información disponible) así como la acumulación de la propiedad sin la seguridad de que los propietarios actuaran con fines tendentes al buen funcionamiento de las compañías. No obstante, como apunta Malkiel (2017) este sería un escenario teórico en un sistema capitalista liderado por la libertad de empresa y de competencia en los mercados. Dicho esto, aunque los inversores basen su conducta en el binomio rentabilidad - riesgo (más emociones), es importante recordar la relevancia que la gestión activa tiene en los mercados financieros más allá de este aspecto.

3.4 Creación de *alpha* en la gestión activa de renta fija

Revisada la literatura acerca de la gestión activa y pasiva de renta variable, es momento de analizar los resultados de estas dos estrategias de inversión en el campo de la renta fija. La realidad es que no se han hecho muchas investigaciones sobre el tema, centrando los objetos de estudio a lo largo de los años fundamentalmente en la actuación de los fondos de inversión mixtos o exclusivos de renta variable. Dicho esto, existen algunos trabajos que pueden ser de ayuda para determinar si la gestión activa genera *alpha* en inversiones de renta fija.

Blake et al. (1993) constituye una de las principales referencias sobre el análisis del comportamiento de los fondos activos de renta fija. Hasta entonces no se habían analizado los retornos obtenidos por este tipo de fondos de inversión, a pesar del importante porcentaje que estos activos representan con respecto al total de títulos negociados.

Para comprobar si los fondos de inversión de renta fija gestionados de forma activa añadían valor a sus clientes, los autores tomaron como primera muestra el conjunto de 46 fondos de inversión americanos, no municipales y con una política de inversión especializada en renta fija existentes en 1979. La forma de llevar a cabo su investigación fue comparar la rentabilidad mensual de dichos fondos con la de diferentes tipos de *benchmark*, usando para ello diferentes modelos. Algunos de los primeros datos que obtuvieron se exponen en la siguiente tabla:

Tabla 5.

COMPORTAMIENTO FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA FIJA, 1979-1988	
<i>Alpha mensual vs. Índice de Morningstar (%)</i>	
Grupo 1: <i>Government mortgage backed</i>	-0,148
Grupo 2: <i>High quality</i>	-0,037
Grupo 3: <i>Investment grade</i>	-0,072
Grupo 4: <i>General</i>	-0,084
Grupo 5: <i>General with significant high yield</i>	-0,095
Grupo 6: <i>High yield</i>	-0,062
Media total	-0,079%

Fuente: Adaptado de Blake et al. (1993)

El *alpha* obtenido en el trabajo se calcula con respecto al índice que mejor se corresponda en función de las inversiones llevadas a cabo por cada fondo de inversión, según las estimaciones del *Morningstar*. También se muestra en la investigación una comparativa con otros índices de referencia (de deuda soberana y corporativa), pero se entiende que carece de relevancia a efectos de analizar una comparativa con el resto de los estudios aquí mencionados.

Como se puede observar, independientemente de la calidad crediticia de la deuda en la que invierte cada fondo, los resultados son negativos después de comisiones. En la muestra recogida, el grupo que peores resultados obtiene es el de deuda soberana respaldada por hipotecas, que obtiene de media un *alpha* mensual negativo de -0.148%. Acudiendo al detalle, el estudio muestra que de los 46 fondos tan solo 8 fueron capaces de superar al mercado y 33 obtuvieron *alphas* negativos. Igual que en la gestión activa de renta variable, cuando se trabaja con medias siempre hay alguien que las supera y por tanto existe un pequeño porcentaje de gestores capaces de batir la rentabilidad del índice de referencia. Sin embargo, la gran mayoría no añade un valor adicional al de la gestión pasiva y su trabajo se pone en cuestión.

No se entra a analizar el resto de los modelos utilizados en el estudio debido a la poca trascendencia de la metodología empleada a efectos de exponer este trabajo. No obstante, los resultados son muy parecidos y continúan señalando que la media de los gestores activos de renta fija no es capaz de batir al mercado en ninguno de los grupos de deuda clasificados según su *rating*. Los últimos apuntes de estos autores son contundentes con la gestión activa:

los fondos de inversión de renta fija obtienen rentabilidades por debajo de la de los principales *benchmarks* en una cuantía muy parecida a la de las comisiones de gestión cobradas.

Conocida esta obra general y pionera en el campo de la gestión activa de renta fija, se puede pasar a examinar otros trabajos que abordan el mismo tema desde diferentes perspectivas. Una segunda referencia dentro de los estudios de la actuación de los fondos de renta fija es Detzler (1999). La investigación llevada a cabo por esta autora tiene como objeto analizar el comportamiento de los fondos de renta fija global, diferenciándose así del resto de trabajos centrados en los activos de EEUU.

Una de las hipótesis del trabajo consiste en averiguar si estos fondos son capaces de batir las rentabilidades de los *benchmarks* que mejor se corresponderían con sus inversiones, de acuerdo con el criterio establecido por la autora. Para ello, se examinan los retornos mensuales procedentes de 19 fondos de inversión de renta fija global entre los años 1988 y 1995. A continuación se muestran los resultados obtenidos:

Tabla 6.

COMPORTAMIENTO FONDOS DE RENTA FIJA GLOBAL, 1988-1995					
	World	10- Factor	U.S	Fully-Hedged	
	Bond	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Broad Index
	Index				
Ancor	-0,178	-0,013	-0,049	0,044	0,148
Capital World Bond	0,027	0,009	-0,002	0,051	0,030
Fidelity Global Bond	-0,112	-0,153	-0,183	-0,135	-0,186
Franklin Global Govt Income	0,020	0,008	-0,040	0,009	-0,049
G.T Global Govt Inc A	-0,018	-0,111	-0,121	-0,053	-0,116
G.T Global Strategic Inc A	-0,015	-0,137	-0,197	-0,157	-0,215
Hancock Freedom Global Inc A	-0,078	-0,108	-0,114	-0,068	-0,105
Keystone Freedom Global Inc B	-0,182	-0,208	-0,232	-0,196	-0,216
Lord Abbett Global Income	-0,004	-0,089	-0,077	-0,021	-0,039
Merrill Lynch Global Bond A	0,016	-0,006	0,011	0,105	0,065
MFS World Governments A	-0,014	0,020	0,004	0,074	0,075
PaineWebber Global Income B	-0,012	0,031	-0,012	0,041	0,006
Putnam Global Govt Income A	0,000	-0,060	-0,062	0,013	-0,036
Scudder International Bond	0,067	0,045	0,066	0,146	0,099
T. Rowe Price Intl Bond	-0,137	-0,003	-0,041	0,070	0,095
Templeton Income	0,052	0,024	-0,006	0,025	-0,014
Van Eck World Income	-0,043	-0,003	-0,034	0,031	0,029
Smith Barney Shear Glob Bd B	-0,107	-0,165	-0,137	-0,063	-0,113
TNE Global Government A	-0,235	-0,199	-0,239	-0,131	-0,163
<i>Alpha</i> de Jensen media	-0,0501	-0,0588	-0,0771	-0,0113	-0,0372

Fuente : Detzler, 1999

La tabla expuesta recoge la comparativa con varios índices (todos encajan con la política de inversión del fondo) con el fin de tener una mayor perspectiva a la hora de analizar los resultados. De esto modo, un fondo de inversión que haya generado *alpha* con respecto a un índice puede haberse quedado por detrás si se compara con otro. Aun con todo, la rentabilidad mensual media de los fondos analizados no consigue superar la obtenida si se hubiese invertido en cualquier índice de forma pasiva. Cabe añadir que los resultados que se exponen en la tabla se han calculado una vez deducidas las comisiones y sin tener en cuenta los costes de transacción que se hubiesen tenido que hacer frente en la réplica de un índice. Es decir, si estos costes propios de la gestión pasiva se hubiesen tenido en cuenta, el *alpha* generado por los gestores hubiese sido ligeramente superior al que aquí se describe.

Las conclusiones de este trabajo resultan muy parecidas a las plasmadas por Blake et al. (1993). Los resultados de la gestión activa en fondos de renta fija global no beneficiaron a los inversores y obtuvieron rentabilidades por detrás del *benchmark* por cuantías similares a los gastos de gestión. Es decir, la rentabilidad obtenida por la gestión activa en este tipo de activos fue igual a la del mercado, pero una vez descontadas las comisiones, el *alpha* obtenido pasaba a ser negativo. En general, ambos trabajos recogen un periodo de tiempo que cubre las décadas de 1980 y 1990 y, aunque los fondos objeto de estudio difieren en su selección de bonos (Americanos vs. Globales), es interesante contrastar las semejanzas de sus análisis.

Más en detalle estudian Gutierrez, Maxwell y Xu (2008) el comportamiento de los fondos de gestión activa de renta fija cuya política de inversión se centra en bonos corporativos. Estos autores evaluaron las rentabilidades obtenidas por este tipo de fondos y su consistencia a lo largo de los años. Con este objetivo, seleccionaron un conjunto de 1.200 fondos de deuda corporativa entre los años 1990 y 2004 y analizaron sus rentabilidades empleando tres modelos diferentes. La siguiente tabla describe los resultados que se obtuvieron:

Tabla 7.

COMPORTAMIENTO FONDOS DE RENTA FIJA CORPORATIVA, 1990-2004			
Fondos High quality			
	2 Factor Model	4 Factor Model	Style Model
<i>Alpha</i> media mensual (%)	-0,02	-0,06	-0,06
Fondos High Yield			
	2 Factor Model	4 Factor Model	Style Model
<i>Alpha</i> media mensual (%)	-0,03	-0,07	-0,02

Fuente: Adaptado de Gutierrez et al. (2008)

Los datos que se muestran son mensuales, tenidas en cuenta las comisiones y ajustados al riesgo de las inversiones, clasificando los fondos en función de sus posiciones en bonos de mayor o menor calidad crediticia (*high quality* o *investment grade* y *high yield*, respectivamente). Se puede observar cómo, con indiferencia de su clasificación y del modelo empleado, los gestores de este tipo de vehículos tampoco consiguen batir al mercado. No obstante, los autores de esta obra añaden que sin tener en cuenta los gastos de gestión, el decil más alto de los gestores es capaz de batir la rentabilidad del más bajo de forma persistente a lo largo de los años. Para razonar este hecho, el estudio apunta a la ineficiencia y opacidad del mercado de bonos corporativos, cuyo funcionamiento se ha puesto en entredicho en numerosas ocasiones.

El trabajo también demuestra que los mejores fondos son más propensos a seguir obteniendo *alphas* positivos durante los años futuros. Puesto que los inversores basan su elección del fondo donde invertir en base a sus resultados pasados, estos se pueden aprovechar de esta propensión y obtener mejores rentabilidades. Si bien, cabe señalar que esta situación curiosamente se da únicamente en fondos de inversión de deuda calificada como *high yield* y no en *investment grade*.

Los apuntes de esta investigación señalan cómo la gestión activa de los fondos de inversión de bonos corporativos obtiene unos resultados ligeramente más atractivos que la gestión de renta variable a pesar de que, incluidas las comisiones de gestión, los retornos obtenidos sigan sin superar los de la gestión pasiva.

A pesar de todas las evidencias recogidas en los diferentes trabajos mencionados en este apartado, las gestoras de activos de todo el mundo publican a menudo informes reflejando los extraordinarios resultados de la gestión activa en el terreno de la renta fija. Aunque estos estudios sean sospechosos de padecer un sesgo en defensa del trabajo al que se dedican, es interesante prestar atención a sus análisis. Para procurar tener una visión de ambas partes del debate, se van a examinar los informes de una gestora con una política de inversión activa y de otra enfocada a la gestión pasiva.

Como firme defensor de la gestión activa sobre la pasiva en el campo de la renta fija se destaca a Ashok K. Bhatia, gestor de renta fija en la firma Neuberger Berman. En su estudio, Bhatia (2008) refleja cómo la gestión activa en renta fija había obtenido mejores retornos que la pasiva en los últimos diez años, tomando como punto de partida el mes de diciembre de 2017. A diferencia del resto de estudios de gestión de activos mencionados en este trabajo, que utilizan la media de retornos de los gestores como medida de referencia, en este informe

se emplea la mediana como herramienta de análisis. Mientras que la mediana se puede situar en un percentil menos representativo del conjunto, la media ofrece una visión más panorámica de los datos, evitando obviar que la rentabilidad de una gran mayoría de gestores se encuentra por detrás de la del mercado. De este modo, habrá que interpretar los datos consecuentemente.

En la siguiente tabla se muestran las rentabilidades obtenidas por la gestión activa y la pasiva en diferentes periodos desde diciembre de 2017:

Tabla 8.

EXCESO DE RETORNOS FONDOS DE RENTA FIJA VS. BENCHMARK (NETO), 2008-2017				
1 AÑO	Gestión activa	Gestión pasiva	Comparación	
Short-Term Bond	0,5	-0,14	0,64	
Intermediate-Term Bond	0,47	-0,16	0,63	
World Bond	0,39	-0,63	1,02	
Corporate Bond	0,34	-0,15	0,49	
Emerging Markets Bond	1,31	-0,56	1,87	
High Yield Bond	-0,44	-0,6	0,16	
5 AÑOS				
Short-Term Bond	0,08	-0,25	0,33	
Intermediate-Term Bond	0,16	-0,13	0,29	
World Bond	0,19	-0,51	0,7	
Corporate Bond	0,34	-0,26	0,6	
Emerging Markets Bond	-0,58	-0,7	0,12	
High Yield Bond	-0,75	-0,88	0,13	
10 AÑOS				
Short-Term Bond	0,27	-1,36	1,63	
Intermediate-Term Bond	0,42	-0,12	0,54	
World Bond	0,75	-0,63	1,38	
Corporate Bond	0,23	-0,4	0,63	
Emerging Markets Bond	-0,46	-0,89	0,43	
High Yield Bond	-1,11	-1,34	0,23	

Fuente: *Morningstar*, diciembre 2017

Como se puede observar, la gestión activa obtiene mejores rentabilidades que la gestión pasiva en todos los estilos de renta fija para los tres periodos, un vez descontadas las comisiones de gestión. Los retornos de la gestión pasiva (rentabilidad de mercado) son negativos debido a la deducción de estos gastos de gestión, de lo contrario serían 0% en todos los grupos. Hay que tener presente que la diferencia de gastos de gestión entre la gestión

activa y pasiva en renta fija es muy inferior a la que se da en la gestión de renta variable, incentivo adicional para decantarse por la opción activa en este activo.

Para analizar estos mismos retornos ajustados al riesgo, el autor realiza una comparativa de los ratios de Sharpe de ambas estrategias de gestión en las diferentes clasificaciones de renta fija. Los resultados vuelven a ser favorables para la gestión activa, superando la rentabilidad por unidad de riesgo en la mayor parte de grupos de renta fija en los diferentes periodos de tiempo. En los grupos de bonos de mercados emergentes es la gestión pasiva la que obtiene mejores ratios rentabilidad-riesgo, principalmente debido a la alta exposición a bonos en divisa local por parte de la gestión activa y los malos resultados de estas los últimos años.

Otro factor que se debe tener en cuenta en la gestión de renta fija durante los últimos años es la política monetaria expansiva implantada por los Bancos Centrales, a través de la cual se han inyectado cantidades enormes de liquidez en el mercado y se han reducido los tipos de interés a niveles mínimos históricos para reanimar la economía tras la crisis de 2008. Con los tipos de referencia tan bajos, la rentabilidad de los activos de renta fija se ha visto fuertemente disminuida (con un alto porcentaje del total de bonos con TIR negativa) y como consecuencia de ello muchos gestores han optado por invertir en títulos con peor *rating* y por tanto mayor riesgo, con el objetivo de alcanzar las rentabilidades que se pagaban con anterioridad por un riesgo muy inferior. Visto de este modo, no sería ninguna estupidez plantearse la creación de una burbuja en los activos de renta fija *high yield*, cuyo riesgo no para de ser sistemáticamente cubierto por los Bancos Centrales con su marcada visión *dovish* de la economía.

Como consecuencia de los continuos recortes de interés también se ha podido observar una modificación de la duración de las carteras, que se ha visto incrementada con el fin de obtener algo más de rentabilidad aprovechando las bajas expectativas de futuras subidas de tipos. No obstante, un aumento de duración conlleva una mayor sensibilidad en los precios de los bonos ante cambios en los tipos de interés. En definitiva, el autor del informe aconseja rotundamente la gestión activa de renta fija no solo por sus buenos resultados durante los últimos años, sino también porque el contexto macroeconómico actual requiere de cierta flexibilidad en las inversiones que solo puede ser aportada por este tipo de gestión.

Por otro lado, Philips, Schlanger y Wimmer (2013) proclaman en nombre de la gestora de inversiones *Vanguard* (mundialmente conocida por ofrecer productos indexados y servicios de gestión pasiva) la deficiente actuación de los fondos de renta fija global activa. Para ello, el estudio se centra en el comportamiento de este tipo de vehículos durante la década anterior al 31 de diciembre de 2012. Los resultados de su investigación reconocen un mejor

comportamiento de la gestión activa, pero señalan que la razón de ello es el aumento de riesgo tomado por los gestores con respecto a la composición del *benchmark*. El informe refleja que un 57% de los fondos de deuda global gestionados de forma activa generan *alpha* positivo, pero añaden que dichas rentabilidades no se ajustan al riesgo del índice de referencia. Según los autores, si se analiza la rentabilidad de la gestión activa y de los fondos indexados por unidad de riesgo los números son otros. Siguiendo esta línea, un 41% de los fondos activos conseguiría superar la rentabilidad ajustada al riesgo de mercado, es decir, una minoría dentro del total de vehículos de inversión de deuda global.

Por último, el trabajo también hace referencia a la porción de riesgo de divisa que soportan los gestores activos, pues una gran parte de fondos de renta fija global no lo cubren. De este modo, cabría considerar el riesgo de divisa dentro del riesgo total asumido por el gestor y sería interesante examinar su rentabilidad ajustada al riesgo en comparación con el mismo *benchmark*, pero cubierto el riesgo de divisa. Los resultados apuntan que solo un 4% de los fondos activos serían capaces de batir su índice de referencia, si bien esta hipótesis lleva el argumento de analizar el binomio rentabilidad riesgo al extremo.

Los gestores de *Vanguard* concluyen que, aunque a priori los resultados de la gestión activa en fondos de deuda global parezcan mejores que los de los fondos indexados, es conveniente tomar una perspectiva que optimice la rentabilidad ajustada al riesgo asumido en la inversión. De esta forma, se puede esclarecer cómo el *alpha* generado por la gestión activa deriva de un aumento de riesgo en sus posiciones con respecto a su índice de referencia y que sus resultados son decepcionantes si los retornos se ajustan al riesgo tomado. Es decir, si la finalidad del inversor es maximizar su rentabilidad por unidad de riesgo en activos de renta fija global, la forma más eficiente de conseguirlo es invirtiendo en fondos indexados.

4. CONCLUSIONES

Muchas de las redacciones que tratan el debate de la gestión activa vs. gestión pasiva lo hacen centrándose en un tipo de activo determinado o en un mercado en concreto. Este trabajo intenta abordar la cuestión revisando la literatura existente sobre los dos principales tipos de activos bajo gestión (renta fija y renta variable), aportando resultados de diferentes mercados, desgranando las diferentes variables que pueden afectar al comportamiento de los diferentes fondos de inversión y describiendo las ventajas y desventajas que ambas estrategias de gestión pueden aportar respectivamente al inversor.

Desde mediados de 1990, la gestión pasiva se ha ido popularizando de forma exponencial entre los inversores hasta el punto de constituirse en la actualidad como una alternativa de inversión por delante de la gestión activa en algunas áreas demográficas. La aparición de nuevos vehículos indexados al alcance de cualquier inversor particular o institucional (como son los ETFs) con unas comisiones de gestión muy inferiores a las propias de las estrategias activas, han provocado una oleada de nuevos inversores que optan por métodos como la indexación. Todo ello, junto con la demoledora comparación de resultados entre los dos tipos de gestión a largo plazo, hace necesario plantearse las estrategias pasivas como una verdadera opción a la hora de invertir en instrumentos financieros.

La línea general de la literatura en la gestión de renta variable, constituida eminentemente por estudios sobre el mercado americano, señala que la media de los retornos obtenidos por los gestores activos no consigue superar al mercado por un margen muy similar a las comisiones y gastos de gestión. Si bien estos resultados son decepcionantes en líneas generales para la gestión activa, es interesante prestar atención a aquel grupo de gestores capaces de batir la rentabilidad de la gestión pasiva y generar un *alpha* positivo que añade un verdadero valor adicional al cliente. En toda media de datos hay valores por encima y por debajo de la misma y en esta cuestión se conoce como *SAM's* a aquellos gestores capaces de superar al mercado de forma recurrente. Aunque este tipo de gestores suponen un porcentaje relativamente pequeño del total de trabajadores en su profesión, merece la pena analizar determinados factores que pueden ayudar a identificarlos. Algunos de ellos están relacionados con los resultados históricos del gestor, su grado de formación, su experiencia y su relación con otras instituciones en las que tenga participaciones.

Además, son especialmente alentadores para la gestión activa los resultados procedentes de los fondos con mayor *active share*, normalmente dirigidos por gestores capaces de seleccionar compañías de forma específica en base a sus análisis fundamentales (*stock*

pickers) en lugar de dedicarse únicamente a diseñar el *asset allocation*. Este perfil de gestor es capaz de batir al mercado en épocas de expansión y contracción económica por cantidades entre 100 - 130 puntos básicos una vez descontados gastos de gestión. Cabe mencionar que existe un alto porcentaje de gestores activos que no hacen honor a su nombre (*closet indexers*), cuyo *active share* es considerablemente bajo, su gestión se asimila más a la indexación que al método activo y sus resultados se incluyen en las estadísticas de la gestión activa. Curiosamente, son estos los profesionales que peores resultados obtienen en el campo de la gestión activa, por lo que sería interesante hacer un estudio en profundidad sobre el impacto que tienen sus resultados en la distorsión de la media de retornos obtenida por los gestores verdaderamente activos.

Si se estudia el comportamiento de los fondos activos en función de la parte del ciclo económico, los resultados son muy significativos. Mientras que en etapas de expansión económica los retornos obtenidos por la gestión activa son inferiores a la rentabilidad del mercado, durante las fases de contracción económica la media de los gestores es capaz de generar *alpha* positivo de hasta 400 puntos básicos. Las principales razones apuntan a la creación de numerosas oportunidades de inversión (por el desajuste en los precios de los activos) durante los periodos de recesión. Es precisamente el incremento que se produce en la volatilidad en este tipo de escenarios lo que provoca la aparición de anomalías en los precios de los títulos, dando lugar a oportunidades rápidamente aprovechadas por los gestores activos. Sin embargo, la evidencia muestra que pronosticar con exactitud el comienzo y el fin de las fases de recesión y expansión es considerablemente complicado y por ello la gestión activa no es capaz de batir al mercado de forma persistente a lo largo del ciclo económico completo.

Finalmente, se investiga la evolución de los fondos de renta variable en los mercados emergentes con el objetivo de determinar si la menor eficiencia de estos mercados es aprovechada de forma positiva por la gestión activa. Los resultados obtenidos son algo contradictorios, defendiéndose en unos casos la capacidad de los gestores activos de batir al mercado debido a las ineficiencias existentes con respecto a otros mercados más desarrollados (posibilidad de realizar arbitrajes); y afirmándose en otros la incapacidad de alcanzar los retornos obtenidos por la gestión pasiva. Es cierto que la literatura revisada analiza periodos de tiempo diferentes y no emplea los mismos métodos, por lo que cabría en un futuro realizar un estudio de un periodo de tiempo prolongado utilizando un método uniforme.

Por otro lado, la media de fondos activos de renta fija americana obtiene mejores resultados que los de renta variable, si bien estos tampoco son capaces de alcanzar los retornos de la gestión pasiva. Independientemente de su calidad crediticia, la rentabilidad de los gestores activos de renta fija es inferior a la del mercado por una cantidad que se aproxima a las comisiones de gestión. Los mismos resultados se dan en los fondos de deuda global y de deuda corporativa, resaltando en estos últimos la capacidad del grupo formado por el decil más alto de gestores (por rentabilidad) capaz de superar recurrentemente los retornos obtenidos por el peor decil debido a la cuestionada opacidad de este mercado.

Empleando la mediana como medida de referencia para evaluar los resultados de ambos tipos de gestión, las conclusiones son favorables a la gestión activa. No obstante, cabe precisar que en la actualidad los gestores han ido incorporando mayor riesgo a sus carteras del que existe en la composición del *benchmark* que tienen asociadas. De este modo, los resultados varían al ajustar la rentabilidad por unidad de riesgo y es la gestión pasiva la que sale victoriosa en términos de rentabilidad.

Revisado el conjunto de la literatura, es evidente que si el objetivo de un inversor es optimizar su rentabilidad por unidad de riesgo, tiene más posibilidades de conseguirlo a través de la gestión pasiva. Esta sería la solución más aconsejable para cualquier inversor medio que tenga pretensión de sacar una determinada rentabilidad a sus ahorros y que le sea indiferente la no selección concreta y personalizada de sus títulos. Sin embargo, no hay que descartar la gestión activa pues sus resultados en determinados contextos pueden añadir un valor extra al inversor. Independientemente de sus cuestionados resultados en términos de rentabilidad, la gestión activa ofrece un servicio flexible (capaz de adaptarse a los cambios repentinos del mercado y de evitar los activos y sectores más arriesgados); variado, con posibilidad de escoger el vehículo que mejor se ajuste a las necesidades del inversor; e individualizado, personal y cercano en su faceta de gestión discrecional de carteras de valores. Además de todo ello, la gestión activa ejerce un papel fundamental en el correcto funcionamiento de los mercados, aportando la liquidez necesaria, distribuyendo el capital de forma eficiente y corrigiendo las anomalías que aparezcan en los precios de los activos.

No cabe duda de que la gestión pasiva ha llegado para quedarse y que poco a poco irá ganando terreno a la gestión activa, como ya viene haciendo. No obstante, no parece que sea precipitado afirmar que el futuro de la gestión activa no está en peligro ya que su actividad es esencial, tanto para el buen funcionamiento de los mercados financieros como para satisfacer las necesidades de la sociedad actual.

5. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Como se ha venido comentando, la literatura acerca de la gestión de renta variable es muy abundante y una gran parte de sus ámbitos ya han sido estudiados en profundidad. Sin embargo, todavía quedan algunas variables que pueden ser objeto de futuras líneas de investigación. En concreto, uno de los temas en los que podría ser interesante ahondar es el análisis de los resultados de la gestión verdaderamente activa de renta variable. Es decir, tratar de eliminar de las estadísticas a aquellos gestores que se hacen denominar activos pero cuyas estrategias se basan en mantener un alto porcentaje de indexación y dejar un margen relativamente pequeño para la gestión activa (*closet indexers*), para posteriormente calcular exclusivamente los resultados de la gestión con un *active share* realmente significativo (eminentemente formada por *stock pickers*). De esta forma se podría averiguar hasta qué punto los resultados de la gestión de los *closet indexers* distorsionan los de la gestión verdaderamente activa al englobarlos a todos en un mismo grupo.

Otro tema susceptible de ser objeto de investigación en el futuro es la evaluación de la gestión activa en los mercados emergentes. Aunque existen varios trabajos sobre esta materia, sería conveniente armonizar el periodo de estudio y los vehículos de inversión de todos ellos para poder realizar una comparativa que refleje resultados más significativos. Además, conforme avanzan los años surgen nuevos mercados emergentes y sería atractivo incluirlos en una nueva investigación que se ocupe de esta cuestión desde un enfoque más panorámico.

El campo de la gestión de renta fija deja algo más de margen en lo que respecta a futuras líneas de investigación. Si bien ya existen varias referencias analizando el comportamiento de los vehículos de inversión de renta fija, no estaría de más hacer nuevos estudios sobre el debate de gestión activa vs. pasiva en este campo para comparar sus resultados con las obras existentes. Más allá de seguir desarrollando los principales argumentos sobre los que se asienta el debate actualmente, también cabe examinar nuevos ámbitos menos tratados. En este sentido, sería interesante analizar una de las cuestiones que deja pendiente el trabajo de Gutierrez et al. (2008) sobre cuál es la razón por la que los mejores fondos activos de renta fija *high yield* son más propensos a continuar generando *alphas* positivos en el futuro, sin que esta misma tendencia se de en los mejores fondos de deuda *investment grade*.

Por último, cabría realizar un estudio sobre las causas que existen para que el *alpha* obtenido por los mejores gestores activos de deuda corporativa supere recurrentemente al obtenido por el grupo de gestores con peores resultados sobre el mismo tipo de activos. Gutierrez et al. (2008) señala como principales motivos la ineficiencia y la opacidad de los mercados de

crédito corporativo, aunque sería preciso profundizar en el tema para averiguar cuáles son los verdaderos factores y qué impacto tienen sobre el conjunto de gestores.

6. GLOSARIO DE TÉRMINOS

Alpha: exceso de rentabilidad generado por el gestor con respecto a la rentabilidad de mercado.

Asset allocation: asignación de activos en una cartera de valores o vehículo de inversión.

Performance: rendimiento sobre la inversión de una IIC.

Benchmark: índice de referencia asignado a una cartera o IIC.

Active share: porcentaje de activos de una IIC que difiere de la composición del índice de referencia que tiene asignado.

Stock picker: gestor activo con habilidades para invertir en una selección de empresas en base a sus análisis fundamentales.

Fund picker: gestor activo con habilidades para invertir en una selección de fondos de inversión en base a sus análisis.

Closet indexer: profesional incluido en la gestión activa que replica una parte mayoritaria del índice de referencia, con un reducido porcentaje de activos que difieran de este.

Superior active manager (SAM): gestor activo capaz de batir al mercado.

Momentum: medida de análisis técnico que permite averiguar un cambio de tendencia hacia un mercado alcista.

Dovish: visión pesimista de la economía partidaria de adoptar medidas monetarias expansivas.

7. BIBLIOGRAFÍA

Avramov, Doron y Wermers, R. (2006), “Investing in Mutual Funds When Returns Are Predictable.” *Journal of Financial Economics*, 81, (2) 339–377.

Bhatia, A. K. (2008), “Active Bond Management: Adding Value in a Shifting Market.”, nota técnica disponible en *Neuberger Berman*:

<https://www.nb.com/en/global/insights/active-bond-management-adding-value-in-a-shifting-market> [consulta: 23/02/2020].

Blake, C. R., Elton, E. J. y Gruber, M. J. (1993), “The performance of bond mutual funds.”, *The Journal of Business*, 66, (3) 371-403.

Cervera, I. (2019), “Gestión de carteras de renta fija”, [Material del aula], Universidad Pontificia de Comillas ICADE, Madrid, España.

Cox, Christopher C. (2107) “A Comparison of Active and Passive Portfolio Management”. *Working Paper*, disponible en *Trace Tennessee Research and Creative Exchange*:

https://trace.tennessee.edu/utk_chanhonoproj/2073 [consulta: 6/02/2020].

Cremers, Martijn y Petajisto, A., (2007) “How Active is your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance”. *Working Paper*, disponible en *Semantic Scholar*:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-23/bernstein-passive-investing-is-worse-for-society-than-marxism> [consulta: 10/02/2020].

Detzler, M. L. (1999), “The Performance of Global Bond Mutual Funds.”, *Working Paper*, disponible en *SSRN eLibrary*:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?> [consulta: 19/02/2020].

Fama, E. y French, K. (2010), “Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns.”, *The Journal of Finance*, 65, (2) 1915-1947.

French, K. (2008), “Presidential address: The cost of active investing.” *The Journal of Finance* 63 (4), 1537–1573.

Gerard, P.J. (2009), “No Time to Be Passive - Get Active Now.” nota técnica disponible en *Morningstar*:

http://news.morningstar.com/pdfs/AllianceBernstein_No_Time_to_Be_Passive-Get_Active_Now.pdf [consulta: 15/02/2020].

Grossman, S. J. y Stiglitz, J. (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets.” *The American Economic Review*, 70, (3) 393-402.

Gutierrez, R. C., Maxwell, W. F. y Xu, D. (2008), “Persistent Performance in Corporate-Bond Mutual Funds.”, *Working Paper*, disponible en *CQ5 Publish*:

https://cq5publish.ou.edu/content/dam/price/Finance/files/Bondfunds_scale.pdf [consulta: 21/02/2020].

Jenkins, F. (2016) “The silent road to serfdom: why passive investing is worse than Marxism.”, nota técnica disponible en *Bloomberg*:

<https://pdfs.semanticscholar.org/705a/96cc386490aeb08473e493b026afbe408f19.pdf> [consulta: 7/02/2020].

Jones, R. C., Wermers, R. y CFA (2011), “Active Management in Mostly Efficient Markets”, *Financial Analysts Journal*, 67 (6) 29-45.

Kosowski, R. (2006) “Do Mutual Funds Perform When It Matters Most to Investors? U.S. Mutual Fund Performance and Risk in Recessions and Expansions”. *Working Paper*, disponible en *Semantic Scholar*:

<https://pdfs.semanticscholar.org/aada/0ccc882fe36e9a8489770fb0c1917d3b8ec1.pdf> [consulta: 13/02/2020].

Kremnitzer, K. (2012), “Comparing Active and Passive Fund Management in Emerging Markets.”, *Working Paper*, disponible en *Berkeley Economics*:

<https://econ.berkeley.edu/sites/default/files/Kremnitzer.pdf> [consulta: 25/02/2020].

Malkiel, B. G. (23 de Noviembre 2016), “Is Indexing Worse Than Marxism?”, *The Wall Street Journal*.

Malkiel, B. G. (9 de Junio 2017), “Index Funds Still Beat ‘Active’ Portfolio Management.”, *The Wall Street Journal*.

Petajisto, A. (2013), “Active Share and Mutual Fund Performance.”, *Financial Analysts Journal*, 69, (4) 73-93.

Philips C. B., Schlanger T. y Wimmer B. R. (2013), “The active/passive decision in global bond funds.”, nota técnica disponible en *The Vanguard Group*:

<https://www.vanguard.nl/documents/active-passive-global-bond-tlrv.pdf> [consulta: 23/02/2020].

Rathbones (2017) “Active vs. passive investing - the great investment debate”, nota técnica disponible en *Rathbones*:

https://www.rathbones.com/sites/default/files/literature/pdfs/rathbones_active_vs_passive_investing_james_pettit_investment_report_full_website.pdf [consulta: 5/02/2020].