



ICADE BUSINESS SCHOOL

¿Sigue teniendo sentido la Gestión activa con el auge de la Gestión pasiva de los últimos años?

Trabajo de Fin de Máster

Autor: Alberto Zanón Pérez

Director: Juan Rodríguez Calvo

Índice

| | |
|---|---------------|
| 1. Objetivo..... | 3-4 |
| 2. Metodología..... | 4-5 |
| 3. Motivación Personal..... | 5 |
| 4. Introducción..... | 5 |
| 5. Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)..... | 6 |
| 5.1 Panorama actual de los fondos de inversión a nivel nacional..... | 7-8 |
| 5.2 Panorama actual de los fondos de inversión a nivel internacional | 9 |
| 6. Características de los fondos de inversión | 10 |
| 6.1 La rentabilidad | 10-12 |
| 6.2 El riesgo | 12-14 |
| 6.3 Comisiones | 14 |
| 6.3.1 Comisiones de gestión y deposito | 15 |
| 6.3.2 Comisiones de suscripción y reembolso..... | 15 |
| 6.3.3 Comisión de traspaso | 15-16 |
| 6.4 Fiscalidad..... | 16 |
| 7. Marco Teórico | 16-17 |
| 7.1 Modelo CAPM | 17-18 |
| 7.1.2 Alpha de Jensen | 18-19 |
| 8. Gestión activa y pasiva | 19 |
| 8.1 La Gestión Activa..... | 19-20 |
| 8.1.2 Las ventajas e inconvenientes de la Gestión activa | 20-21 |
| 8.2 La gestión Pasiva..... | 21-22 |
| 8.2.1 Las Ventajas e inconvenientes de la gestión pasiva | 22-24 |
| 9. Estudio práctico..... | 24-35 |
| 10. Conclusión..... | 36- 37 |
| 11. Bibliografía y referencias | 38- 39 |

1. Objetivo

El auge de los fondos de inversión de gestión pasiva parece haber estado volviéndose imparable en los últimos años, ya que las aportaciones a estos cada vez son mayores a nivel mundial. Teniendo en cuenta que la gestión activa trata de batir al mercado, es decir, a su índice de referencia y que sus gestores poseen o tienen una habilidad o información privilegiada acerca del mercado, qué en teoría, les otorgará esa ventaja competitiva, al final solo apenas el 5% de las veces estos gestores consiguen batir a fondos de gestión indexada y a su índice de referencia según un estudio sobre fondos de inversión del IESE.

Uno de los objetivos principales de este trabajo va a ser comparar distintos fondos de renta variable de la categoría española de gestión activa de los últimos años con sus fondos de gestión pasiva que repliquen su índice de referencia con el objetivo de observar si estos son capaces de superar a su índice de referencia o no. Se analizarán los diferentes fondos en el periodo comprendido entre 2012-2018.

El objetivo principal es, sabiendo que a nivel de comisiones y tasas los fondos de gestión activa son menos rentables que los de gestión pasiva, simplemente por el hecho de que la gestión tiene un coste asociado. ¿Son realmente menos rentables los fondos de gestión activa? ¿Qué tipos de riesgos tienen asociados ambos tipos de gestión? ¿Podrían existir una buena combinación para el inversor de pie a la hora de realizar una cartera con distintos tipos de fondos?

En principio, la idea principal, es que será más adecuado para un inversor de perfil normal inclinarse por la inversión de gestión pasiva, ya que los costes de oportunidad asociados para

la búsqueda de un gestor razonablemente bueno de gestión activa pueden conllevar un esfuerzo realmente importante para el inversor de a pie. Mientras que le podría resultar mucho más sencillo realizar aportaciones a un fondo de gestión pasiva de cara a obtener rentabilidades positivas a largo plazo sin que esto le cause un quebradero de cabeza importante.

La bibliografía que se usara serán los distintos artículos de índole académica disponibles en el repositorio, así como, otros materiales vistos y usados en clase, como los de valoración de instrumentos financieros.

2. Metodología

En primer lugar, para darle un enfoque teórico al posible lector se explicará lo que es la gestión activa y pasiva detalladamente. Se detallarán los dos tipos de gestión existentes en España, así como los tipos de fondos existentes, sus pros y contras para cada uno de los tipos de gestión.

Seguidamente se detallarán los riesgos asociados de cada tipo de gestión para los fondos seleccionados.

Otra de las partes importantes del trabajo será calcular las rentabilidades de los fondos de inversión a partir del cálculo de las Alphas de las carteras de mercado, de esta forma podremos discernir, si el fondo en cuestión para un periodo determinado ha sido más o menos eficiente que su índice, es decir, se obtendrán resultados que permitirán saber si el gestor ha sido capaz de hacerlo mejor que su índice de referencia. Se seleccionarán 10 fondos de gestión activa y se compararán con su índice de referencia, en este caso el IBEX 35 para el periodo de 2012-2018.

En primer lugar, se extraerán los datos de los fondos desde la plataforma Thomson Reuters. Se procederán a describir los diferentes fondos, de tal forma que se conocerán en que activos y sectores invierten, así como los sectores

Seguidamente se calcularán las rentabilidades diarias del índice y de los diferentes fondos de gestión activa, pero no se llevarán a cabo con la clásica tasa de variación, sino que se llevara cabo mediante la aproximación del logaritmo neperiano, ya que esta permite obtener un resultado más ajustado y aproximado de las rentabilidades y, que puedan ser expresadas en porcentaje posteriormente. La fórmula que se usara es la siguiente:

- $Ln = (T_n/T_{n-1})$

Donde:

- T_n : Rentabilidad del periodo actual.

- T_{n-1} : Rentabilidad periodo anterior.

Para llevar a cabo nuestros cálculos, será necesario obtener la tasa libre de riesgo, la cual puede ser hallada en la página del Banco de España. En nuestro caso utilizaremos la letra del tesoro a un año, ya que los bonos con vencimiento mayor son utilizados para la valoración de empresas. La letra del tesoro deberá ser dividida entre 252 sesiones que tiene la bolsa al año. Es obvio que es más acertado utilizar 252 sesiones en vez de 365 días debido a que tenemos en cuenta cuando realmente están abiertos los mercados. Al encontrar una letra del tesoro a un año negativa, se ha decidido transformarla en positiva, ya que no tiene mucho sentido añadir un dato negativo a nuestra fórmula.

Seguidamente, se llevará a cabo el cálculo de la beta de los diferentes fondos, que será necesaria para calcular las diferentes alfas de mercado anuales de los fondos entre 2012 y 2018 para, acto seguido, calcular el Alpha media del periodo total 2012-2018. Todos los cálculos pertinentes serán realizados en una hoja de Excel.

3. Motivación Personal

La motivación actual por la cual he decidido llevar a cabo esta investigación es por el mero deseo personal, como inversor particular de tratar de descubrir cuál de los dos tipos de gestión parece más adecuada a largo plazo en términos de rentabilidad, ya que en los últimos tiempos el debate entre gestión activa y pasiva ha estado en boca de muchos inversores alrededor del mundo debido a que la mayoría de fondos de gestión activa presentan resultados negativos en su horizonte temporal y no consiguen tan si quiera igualar a su índice de referencia. Es por ello, que me gustaría demostrar de una forma empírica mi actual creencia de que la gestión pasiva es el futuro y que ese 95% de fondos de inversión activa que muestran resultados adversos están condenados a desaparecer. Por lo tanto, solo ese 5% de gestores de gestión activa que consiguen batir a su Benchmark serán los elegidos para que la gestión activa siga generando valor añadido.

4. Introducción

El desarrollo de la inversión colectiva ha canalizado gran parte del ahorro de las familias españolas a estos instrumentos de inversión que no han parado de crecer desde hace 25 años a raíz de su auge previo en los Estados Unidos y otros países. Es por ello, que desde los años noventa los fondos de inversión han mostrado un crecimiento significativo en España, a pesar de que desde el año 1972 ya se comercializaban 16 fondos de inversión en España aunque no gozaban de gran aceptación.

La primera parte del trabajo consiste en la descripción y presentación de los instrumentos de inversión colectiva (IIC) así como su estado e importancia actual en España para el conjunto de inversores. Posteriormente se describirá el marco teórico relacionado con los fondos de inversión, así como, la rentabilidad, el riesgo, las comisiones, la fiscalidad y las sus clasificaciones más relevantes. Dentro de las clasificaciones relevantes se incluye la gestión pasiva ya la activa y los tipos de fondos existentes.

En la segunda parte del trabajo se incluirá la parte empírica del mismo así como, la metodología empleada para comparar la gestión activa y la gestión pasiva de los diferentes fondos de inversión durante el periodo 2012-2018 comercializados en España para una muestra de aproximadamente 20 fondos de inversión en los que se calculará la alfa de Jensen para medir el exceso de rentabilidad de cada fondo respecto de su índice de referencia, así como, el ratio de Sharpe que se utilizara para medir la rentabilidad ajustada a riesgo de cada fondo.

Cabe destacar que a pesar de que el presente objetivo de esta investigación sea clarificar cuál de los dos tipos de gestiones es más eficiente y ha arrojado mejores resultados a largo plazo y durante el periodo de estudio en cuestión, existirá un tipo de estrategia de inversión para cada uno de los inversiones existentes debido entre otros factores a la aversión al riesgo de cada inversor particular.

5. Las Instituciones de Inversión colectiva

Para poder definir un Fondo de inversión es necesario mencionar a las instituciones de inversión Colectiva tienen como principal objetivo la captación de fondos, bienes o derechos del público para poder gestionarlos e invertirlos en derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados del conjunto de inversores (colectivo). Su forma jurídica puede ser un Fondo o sociedad de inversión, fiduciaria o societaria respectivamente, siendo obviamente los fondos el objetivo de nuestra investigación. Además, estos pueden ser de carácter financieros o no financieros, ó dicho de otra forma, inversiones mobiliarias e inmobiliarias, donde la principal diferencia reside en que los primeros invierten en acciones, bonos emitidos por empresas, deuda pública, etcétera y los segundos invierten en valores inmuebles, como en un bloque de pisos por ejemplo.

Así pues, los fondos de inversión se constituyen de patrimonios separados sin personalidad jurídica, formados por las aportaciones de un gran número de inversores y ahorradores que se denominan partícipes. El fondo se crea por una compañía, una gestora que se encarga de ejercer las propiedades de dominio, con el concurso de un depositario, y sin tener que poseer la propiedad por ello. Dicho de otra forma, la gestora esta al cargo de la representación y la gestión del fondo invirtiendo por tanto el conjunto del capital de las diferentes aportaciones de los partícipes en un conjunto de activos durante un horizonte temporal. Por otra parte, cabe destacar que cada partícipe dispone de la posibilidad de canalizar sus ahorros a un tipo de fondo en particular en función de la rentabilidad que desee y el riesgo que este dispuesto a asumir, es decir, en función a su aversión al riesgo, lo cual es uno de los principios más importantes que tienen que aplicar los gestores a la hora de colocar a sus partícipes en los diferentes fondos. Debido a esto, cada partícipe del fondo tendrá el derecho a beneficiarse de las ganancias o las pérdidas generadas durante un periodo de tiempo que se genere en el fondo en la misma proporción que la aportación del inversor.

Antes de que los posibles inversores de un fondo de inversión decidan invertir, deberán de observar detalladamente y a conciencia el folleto informativo del fondo de inversión y el resumen del documento de los datos fundamentales para el potencial inversor (DFI), para que estos, tengas muy claro en lo tipos de activos en los que el gestor va a invertir su dinero, como las características del fondo en cuestión, con el objetivo básico y fundamental de comprobar si el perfil del inversor se adapta a la política de inversión del fondo. Es de obligado cumplimiento y así esta estipulado por la ley, es decir, que los fondos deben contar con ambos documentos, los cuales deben incluir como contenido mínimo, las características básicas del fondo de inversión: la política de inversión, el tipo de fondo, el perfil del inversor, objetivo, evolución de las rentabilidades pasadas y la gestión de las comisiones y tasas.

5.1 Panorama en la actualidad de los fondos de inversión a nivel nacional

Es importante mencionar la importancia que han ido adquiriendo los fondos de inversión a lo largo de los últimos años, no solo en España, si no a nivel mundial, ya que han servido como vehículo junto a los planes de pensiones para canalizar el ahorro familiar debido en gran parte a sus ventajas fiscales y a una cultura financiera que a pesar de no ser la óptima ha ido mejorando a lo largo de los años.

De hecho, es importante mencionar que el patrimonio de los fondos a crecido en 2018 de manera significativa, alcanzando la cifra de 454.761 millones de euros según un informe de INVERCO, lo que ha significado una cuantiosa reducción de 9401 millones respecto a el año anterior. Otra de las perspectivas es valorar este fuerte aumento por el numero de inversores o partícipes de los fondos, el cual se ha situado en 13.9 millones de inversores a finales de 2018 según el mismo informe de INVERCO mencionado anteriormente esto ha supuesto un 6.8% mas de partícipes que en año anterior. Dicho lo anterior, es importante mencionar que según la asociación de instituciones de inversión colectiva se han vuelto a producir entradas positivas en los fondos de inversión por sexto año consecutivo, de lo que se puede extraer una importante conclusión, y es que los españoles siguen prefiriendo como principal activo financiero donde depositar su dinero a los fondos de inversión con un aumento de 127.000 millones de euros de suscripciones netas en los últimos 6 años según el informe anterior de 2018.

Por otra parte, es importante destacar como se han ido conformando las carteras a lo largo del tiempo, es decir, que tipo de activos han ido ganando o perdiendo peso en las carteras españolas a lo largo del tiempo. En el caso de las carteras de los inversores españolas la renta fija ha ido perdiendo peso con el tiempo, situándose en el 47,8% del peso total de las carteras según INVERCO para dejar paso a la renta variable, la cual ha aumentado del 14,3% al 15,6 % a 2018, lo cual tiene sentido, ya que en un entorno de tipos de interés bajos o negativos la renta fija o tiene un atractivo importante para los inversores debido a las bajas rentabilidades y al riesgo tipo de interés debido a que si los tipos de interés subiesen el precio de los bonos bajaría. De hecho, el año 2018 no ha sido el mejor para la renta fija debido a que las primas de riesgo de los diferentes países han aumentado trayendo consigo un encarecimiento de la deuda emitida por los países y las empresas.

Debido a las altas volatilidades que han sufrido los mercados financieros durante el año 2018, las rentabilidades no han sido tan buenas como se esperaba, llegando a ser la rentabilidad interanual de -4,81 % para el conjunto de los fondos según datos del informe de INVERCO. Habiendo mencionado lo anterior, se podría señalar que tanto el IBEX 35 como el DAX han cerrado con caídas importantes del -15% y 18% respectivamente.

En el siguiente gráfico, podemos observar como desde el año que estallo la crisis financiera en 2008 hasta el año 2018 los inversores españoles han ido aumentando la canalización de sus ahorros hacia las instituciones de inversión colectiva, cuyas adquisiciones netas han ascendido a la cifra de 11.000 millones según datos del banco de España recogidos en el informe de INVERCO. Dicho de otra forma, en el gráfico puede observarse como la ponderación de las IIC han aumentado sobre la de otros activos de los inversores españoles situándose en el 14,8% (gráfico 1) en el año 2018, es decir, los inversores españoles han ido desinvirtiendo en otras clases de activos para aumentar su peso en las IIC.

Como se había mencionado en el párrafo anterior, el inversor español ha ido cambiando sus preferencias en cuanto a la adquisición de activos financieros, inclinándose en la actualidad por fondos de inversión, fondos de pensiones inversión directa y seguros, es decir, prefiere la

desintermediación bancaria suponiendo en la actualidad un 57% de la inversión total en los distintos vehículos de inversión de las familias españolas según el informe anual de INVERCO. Se podría recalcar que en el año 2008 solo suponía un 50,2% por lo que se podría afirmar que la utilidad que le reporta a los inversores españoles optar por la desintermediación bancaria ha ido aumentando con los años, es decir, confiar sus ahorros a las instituciones de inversión colectiva.

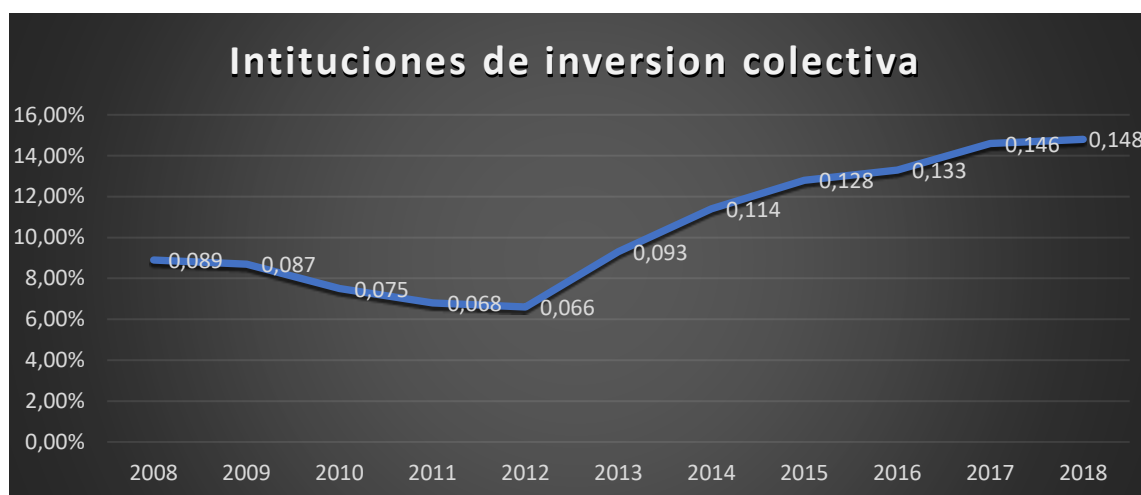


Gráfico 1. Elaboración propia. Fuente banco de España e INVERCO

A pesar del aumento del número de activos financieros por los hogares españoles y el aumento de la cultura financiera, España sigue estando en una posición bastante atrasada respecto de otros países de la unión europea en términos de activos financieros per cápita, como bien se puede observar en el siguiente gráfico extraído de un informe de INVERCO. También se puede captar la misma relación en función a el Producto Interior Bruto, ya que las familias Europeas tienen un porcentaje de ahorro en activos financieros sobre el PIB más elevado que el conjunto de los hogares de los españoles, es decir, las familias europeas aportan más cantidad de renta disponible para el ahorro a la inversión que las familias españolas.

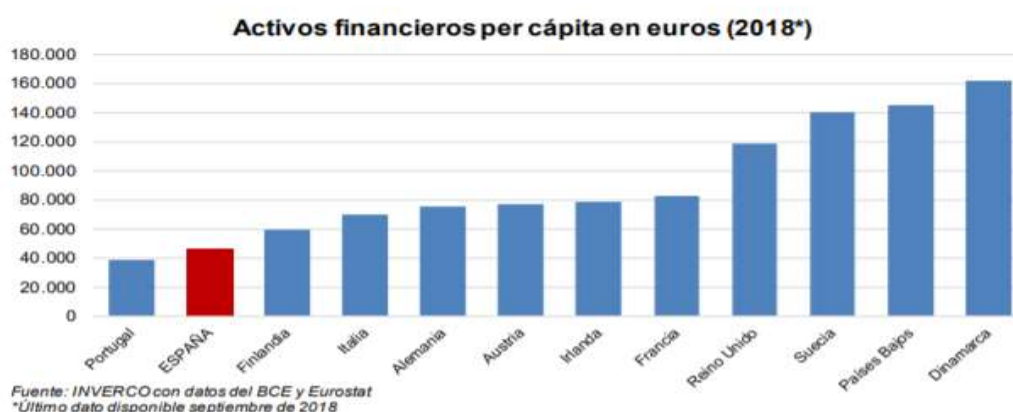


Gráfico 2. Fuente INVERCO.

5.2 Panorama en la actualidad de las instituciones de inversión colectiva a nivel mundial

Con el propósito de resaltar la situación de las instituciones de inversión colectiva en el contexto internacional, se debe hacer hincapié en la cantidad de capital que está distribuido en las instituciones de inversión colectiva a nivel mundial, suponiendo un patrimonio de 40,6 billones según cifras de INVERCO, a pesar de la reducción de un -1,2% respecto a 2017. Las figuras estrella para los inversores a nivel mundial continúan siendo los fondos de inversión y los fondos de pensiones para depositar el exceso de ahorro existente de estos. En el gráfico número 3, se puede observar la evolución del patrimonio de los diferentes continentes desde la década de los noventa.

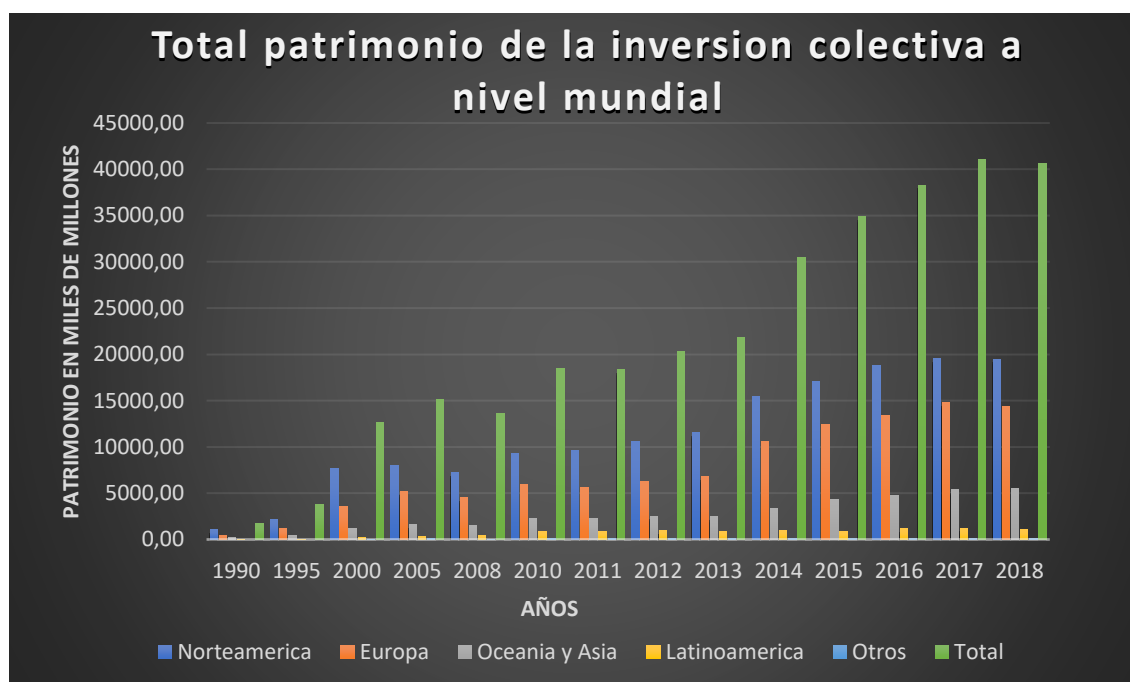


Gráfico 3. Elaboración propia. Datos INVERCO

Una buena forma de percatarse de la trascendencia de las instituciones de inversión colectiva a nivel mundial es la comparación de los activos totales con la capitalización de cada empresa cotizada de renta variables a nivel mundial, los cuales ascendieron a la cantidad de 669 billones al final de 2018 según INVERCO y la federación internacional de bolsas. Por otra parte, si hablamos de renta fija la cantidad llegó a las cotas de los 86,6 billones de euros según INVERCO y BIS (“Bank for international settlements”). Además de lo mencionado anteriormente, los fondos de inversión y los fondos de pensiones componen el 42,2 % de la renta variable y renta fija a nivel mundial. Lo anterior nos da una idea muy importante del volumen negociado en los mercados financieros por estas instituciones, así como, su papel financiador en la economía globalizada siendo una fuente de liquidez para los diversos agentes económicos.

6. Características de los Fondos de Inversión

Con el propósito de comprender el funcionamiento de los fondos de inversión, se procederá a explicar los elementos más relevantes que caracterizan a los fondos de inversión con los que obtendremos un apoyo para realizar nuestro análisis posterior.

En primer lugar, se procura a explicar y detallar conceptos tan relevantes como lo son la rentabilidad y el riesgo, los cuales son tremendamente imprescindibles para que los posibles inversores de un fondo tomen una decisión de donde realizar su aportación. Seguidamente, se expondrán otros elementos de importancia relacionados con los costes que supone invertir, como las comisiones de la gestora por su gestión, las comisiones que esta cargue al partícipe, en su custodia y depósito principalmente. Y, por último, y no menos importante se detallará la parte fiscal de los fondos.

6.1. La rentabilidad

La rentabilidad es uno de los elementos más importantes, ya que condiciona totalmente la decisión del inversor a la hora de elegir un fondo u otro, ya que es el resultado positivo o negativo que puede presentar una inversión durante un horizonte temporal.

Para calcular la rentabilidad del fondo tenemos que tener en cuenta el valor de mercado de cada una de las participaciones que se haya invertido o que se vaya a invertir, que se calcula diariamente mediante una división entre el patrimonio total y el número de participaciones que hay en ese momento en circulación. El resultado de esta operación es el valor liquidativo, que se puede consultar en los medios de comunicación, en la prensa o en la propia web del fondo de inversión.

Por lo tanto, el valor de los fondos de inversión, que va a obtener un partícipe en un momento determinado, se calcula con el valor liquidativo de la fecha de suscripción y la fecha de reembolso del fondo de inversión. De esta forma, se presenta la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad de fondos de inversión} = \frac{\text{Valor liquidativo final} - \text{Valor liquidativo inicial}}{\text{Valor liquidativo inicial} \times 100}$$

Por lo tanto, la rentabilidad puede arrojar resultados positivos o negativos. Es importante que las rentabilidades finales deben incluir las comisiones que se hayan aplicado, ya que, de otra forma, estaríamos obteniendo una rentabilidad sesgada. Obviamente, para mayores comisiones por las inversiones, menos beneficios obtendrá el partícipe por su inversión.

La rentabilidad se suele expresar como valor en forma de porcentaje, es decir, en tanto por ciento. Cabe destacar, que la forma más eficiente para presentar una rentabilidad de un fondo que ha estado vigente durante varios periodos es la rentabilidad anualizada, que es en sí misma, una media geométrica o a través de la rentabilidad acumulada.

Aunque lo realmente importante es calcular la rentabilidad de un fondo y compararla con la rentabilidad del Benchmark, de este modo, podremos observar si ha habido un exceso de rentabilidad, es decir, si el fondo ha obtenido mejores resultados que el mercado en media o el índice de referencia, esto será muy importante para saber si el gestor ha llevado a cabo una buena actuación durante un periodo de tiempo determinado. Además, es importante mencionar

algunas de las principales decisiones que puede tomar un gestor cuando trata de batir a su índice de referencia:

- **Asset allocation:** Muchos expertos financieros argumentan que la distribución de los activos en una cartera de inversión determinara en gran medida sus resultados. La distribución de activos se basa en que las diferentes clases de activos ofrecen retornos que no están perfectamente correlacionados, por lo tanto, la diversificación reducirá el riesgo de la cartera, en términos de varianza de los retornos, ofreciéndonos una rentabilidad que se aproxime más a la esperada. Por lo tanto, podemos afirmar que el objetivo principal de una combinación estratégica de activos es crear una combinación de activos que optimicen el riesgo y la rentabilidad esperada en el largo plazo¹. Para arrojar un poco más de luz sobre la importancia de la distribución de activos en una cartera, según un estudio de (Ibbotson y Kaplan, 2000) ¿Explica la política de asignación de activos el 40, 90 o 100% del rendimiento? En él que se estudiaban 94 fondos durante 10 años frente al rendimiento de indexados que les correspondían, se pudo corroborar que nuevamente los fondos no superaban a sus índices de referencia habiendo previamente ajustado todos los costes. Por lo tanto, Ibbotson afirmó que la asignación de activos explica prácticamente el 100% de los rendimientos del fondo².
- **Selección de activos:** Después de haber implementado la estrategia de distribución de activos, según el cual otorgara pesos que conformaran el 100% de la cartera, el gestor deberá elegir en los activos que va a invertir valorando los diferentes aspectos, como la situación de los diferentes sectores, compañías, o el mercado.
- **Selección del sector:** En cada índice habrá una serie de pesos que corresponderán a los diferentes sectores que lo componen de tal forma que si el gestor encuentra un sector más atractivo que otro, ya sea porque este infravalorado, o por razones propias podrá destinar parte del capital en invertir en ese sector concreto. En cambio, si se trata de un fondo indexado tendrá que replicar perfectamente los pesos de los sectores del índice en cuestión.
- **Selección de País:** Es necesario tener en cuenta la situación macroeconómica del país en que se va a destinar la aportación del gestor o del inversor particular, ya que en mayor o menor medida influenciará el resultado final de la inversión del fondo en cuestión. De hecho, en el trabajo de Fisher y Merton (1990) muestra que para las cotizaciones de la bolsa del Standard and Poor's 500, es el índice que mejor predice el crecimiento real de la economía. En consecuencia, el 64% de las variaciones de la tasa de crecimiento de la economía, vienen explicadas por el índice Standard and Poor's 500³. Por lo tanto, podemos afirmar que será más rentable invertir en económicas con una tasa de crecimiento mayor y positiva, ya que hay más probabilidades de que los resultados arrojados sean positivos.

¹ <http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MethodologyDocuments/IBBAssociates/Commodities.pdf>

² Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, *Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance?*, *The Financial Analysts Journal*, January/February 2000

³ <file:///C:/Users/alber/Downloads/Dialnet-LaRelacionEntreCrecimientoEconomicoYElMercadoBursa-5061186.pdf>

- **Market Timing:** Se trata de elegir el momento adecuado para realizar la inversión, es decir, el gestor debe anticiparse a los movimientos del mercado y que puedan afectar a el comportamiento de los diferentes activos, en función de una mejor o peor anticipación del gestor se obtendrán mejores o peores rendimientos. Por ejemplo, si el gestor se percata de que el mercado esta en un entorno bajista podrá tomar posiciones en corto para aprovecharse del rendimiento a la baja de los activos, mientras que si el mercado se encuentra en un mercado alcista puede que el gestor adopte mayores posiciones en largo. Por otro lado, cabe señalar que el market timing se trata de una estrategia largo plazo, y por lo tanto no tendrá tanta repercusión en la estrategia a largo plazo. Según un informe de Invesco “The tale of 10 days” Es extremadamente difícil evitar los peores días para invertir mientras nos beneficiamos de los 10 mejores, por lo tanto, nuestra estrategia de inversión debería de mantener una posición pasiva ante los movimientos del mercado a largo plazo, sin intentar evitar estos 10 peores días, ya que al final acabaremos perdiendo los buenos, tal como se muestra por cercanía en la siguiente figura.



- Source: Morningstar. Past performance is no guarantee of comparable future results. Data as of Dec. 31, 2016.

Por otra parte, el inversor también se fijará en las rentabilidades históricas de fondos, ya que esto será un buen indicativo de como se ha comportado el fondo lo largo de su historia, siendo más atractivos para el inversor los fondos que han obtenido rentabilidades positivas a lo largo de la historia.

Por último, si tenemos en cuenta la teoría de carteras, si el inversor solo tuviera en cuenta la rentabilidad buscaría la rentabilidad máxima de los activos, pero se presupone que el inversor es racional y tiene aversión al riesgo, por lo que valorara el riesgo asociado a cada valor, por lo que optimizara el par de rentabilidad- riesgo de sus activos diversificando la cartera (Markowitz, 1952)⁴.

6.2 Riesgo

Como cualquier otro producto de inversión, los fondos se rigen por binomio rentabilidad-riesgo, lo que conlleva una relación directa entre las dos variables, es decir, una correlación positiva. En función de los activos en los que se invierta el riesgo implícito será mayor o menor, de tal forma que, no será igual de arriesgado invertir en renta fija, que en renta variable de empresas

⁴ Markowitz, Harry M. (March 1952). "Portfolio Selection"; *The Journal of Finance* 7 (1): 77–91.

en plena fase expansión o invertir en fondos de inversión donde se invierta en instrumentos derivados con un alto grado de apalancamiento (Un Hedge Fund, por ejemplo).

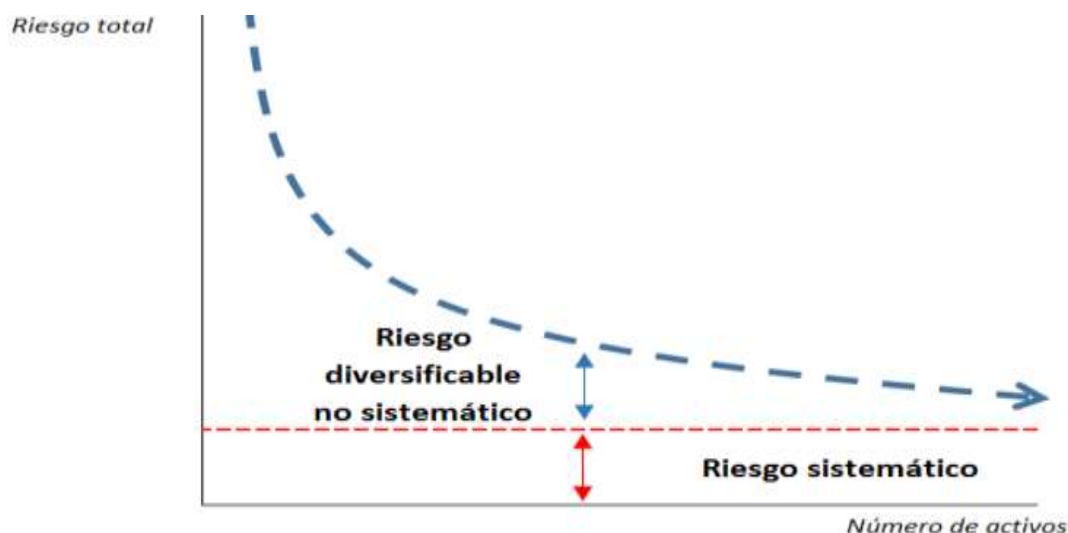
El inversor deberá seleccionar el fondo o el activo individual en función a su aversión al riesgo, ya que suponiendo que el inversor individual tiene una mayor aversión al riesgo, este estará menos dispuesto a incurrir en pérdidas, y por lo tanto invertirá su capital en activos menos arriesgados y de carácter más defensivo como la renta fija. Dicho de otra forma, existen diferentes perfiles del inversor según su aversión al riesgo y en función de cada uno de ellos, el inversor estará menos o más dispuesto a correr el riesgo de la inversión

La mejor medida para medir el riesgo viene dada por la volatilidad de los activos, que mide las variaciones que experimentan los rendimientos respecto de su media a raíz de datos del pasado e históricos, es decir, se trata de la varianza de los retornos del activo. Por tanto, cuando exista una mayor volatilidad en un activo concreto, se podrá afirmar que también existe un mayor riesgo.

Es menester de necesidad llevar a cabo una valoración exhaustiva de la política de inversión del fondo para comprobar de que tipo de activos se compone el fondo, y por tanto, tener en cuenta sus riesgos asociados, siendo los siguientes los más importantes a destacar:

1. Riesgo de tipos de interés: Viene dado por la volatilidad de los tipos de interés, ya que afecta directamente la cotización de la renta fija.
2. Riesgo de crédito: Se basa en la idea de que el emisor no pueda hacerse cargo de sus pagos futuros, a los que se había comprometido previamente. Es por tanto interesante hacer una pequeña observación del rating de las agencias de calificación para corroborar que exista una probabilidad reducida de impago. Este riesgo existe en todos los fondos, menos en los que invierten únicamente en deuda pública del estado, ya que este activo es percibido como el activo libre de riesgo.
3. Riesgo de tipo de cambio: Viene dado por las fluctuaciones derivadas de los tipos de cambio, de esta forma, el resultado de nuestra inversión vendrá influenciado por la apreciación o depreciación de las divisas. Esta tesitura podría producirse al invertir en fondos de carácter internacional.
4. Riesgo Sistemático: Todas las inversiones son sensibles a la posibilidad de acontecimiento político, económico o social de gran envergadura que tengan un efecto directo en la inversión.

Aunque es importante recalcar que no todo el riesgo es diversificable, esta idea emana de dos tipos de riesgos, el riesgo sistémico o no diversificable o el riesgo intrínseco o específico del activo en que estemos invirtiendo (Sharpe, 1963). De este modo el sistemático no puede diversificarse, ya que este viene dado por la tasa de crecimiento de la economía, el IPC o un simple acontecimiento político. Por el otro lado, el riesgo específico podrá ser reducido a través de la diversificación de carteras (asset allocation). La relación puede observarse en la siguiente gráfica.



Fuente: Economipedia (2019)

En el gráfico se puede observar como a medida que se aumenta el número de activos de una cartera de inversión, ya sea de un inversor particular o de un fondo, el riesgo específico de los activos tiende a ser menos, es decir, existe una volatilidad más reducida. Aunque, por otro lado, se puede observar que respecto al riesgo sistemático no se puede hacer nada, ya que es un riesgo que se percibe como constante, el cual viene dado por acontecimientos adversos que puedan ocurrir en el entorno económico. Es cierto, que el riesgo no diversificable será mayor cuando se realizan inversiones en países con mayor inestabilidad, es decir, con un riesgo país mayor, o simplemente en una economía emergente.

6.3 Comisiones

La sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) es una sociedad encargada de gestionar y administrar los fondos de inversión, es decir, cobran una comisión por gestión en relación al volumen de fondos gestionados, que varían según los diferentes fondos existentes y que tienen límites fijados por la ley.

Primeramente, las comisiones de gestión y depositaria se cargan a el fondo directamente por la sociedad gestora y por el depositario, respectivamente. Por otro lado, las comisiones por reembolso o suscripción de las participaciones al fondo son abonadas por el partícipe que van directamente a la gestora o al fondo una vez han tenido lugar las ordenes lanzadas por el partícipe. Otro tipo de comisión es la cambiar de una sección del fondo a otra del mismo, así como una serie de gastos que vienen recogidos en el Ratio TER (Total Expense Ratio)⁵ y que influyen en la rentabilidad final del partícipe.

⁵ En TER incluye: comisión de gestión, comisión de depositario, tasas de permanencia en los registros de la CNMV, Costes de servicios exteriores, Gastos administrativos e Impuestos. Permite conocer el porcentaje total de capital destinado a gastos.%35

6.3.1 Comisiones de gestión y depósito⁶

Son las que cobran la gestora y el depositario, respectivamente. Estas comisiones como se había señalado antes vienen implícitas, ya que se deducen del valor liquidativo del fondo, es decir, se cargan directamente a el fondo. Cabe destacar que las comisiones se descuentan a diario del valor liquidativo del fondo, es decir, las rentabilidades que se muestran son netas consiguiendo que el mercado sea más transparente a la hora de mostrar resultados. Por ellos, solos los gestores con una gran actuación a lo largo del horizonte temporal, serán capaces de cargar comisiones más altas.

Las comisiones de gestión que la sociedad gestora recibe se establecen a raíz del patrimonio de los fondos, del rendimiento, o de ambas a la vez, y en cada uno de estos supuestos existen límites:

1. Cuando se establece en función del patrimonio, no podrá superar el 2.25% en términos anuales.
2. Cuando se calcule en función de resultados, no podrá ser superior al 18% en estos fondos de carácter financiero.
3. Cuando se tengan en cuenta ambas variables no podrá superarse 1,35% sobre el patrimonio y el 9% sobre resultados

En la comisión de depósito se remunera al depositario por la custodia y administración de los diferentes valores que forman parte de la cartera, existiendo un límite del porcentaje máximo al que puede llegar la comisión del 2 por 1000 del patrimonio del fondo.

6.3.2 Comisiones de suscripción y reembolso

Es importante mencionar la diferencia entre la comisión de suscripción y de reembolso, ya que la primera hace referencia a la compra de participaciones de un fondo, mientras que la segunda se refiere a la venta total o parcial de la cantidad de capital invertido.

A diferencia con la comisión de gestión y depósito solo se cobran al participe cuando se realizan la suscripción o cuando se va a proceder a realizar el reembolso de las participaciones. Dichas comisiones pueden ser realizadas por la gestora o el propio fondo por un porcentaje máximo del total del reembolso o suscripción del 5%.

El objetivo principal de estas comisiones es alentar al inversor a mantener sus inversiones en los fondos a largo plazo, evitando de esta forma, el número de participaciones y la disminución progresiva de del patrimonio del mismo.

6.3.3 Comisión de traspaso

El traspaso de un fondo de inversión colectiva consiste en trasladar la inversión de un fondo a otro sin importar si es de la misma gestora o categoría. Básicamente se realiza una suscripción a un fondo mediante el capital previamente reembolsado de un fondo de origen, sin que el montante quede en manos del inversor en ningún momento.

⁶ http://cnmv.es/DocPortallnv/OtrosPDF/Reclamaciones_criterios.pdf#page=85

Una de las ventajas de traspasar capital entre fondos en términos fiscales, es que no se genera ningún gasto fiscal derivado, ya que se mantienen la antigüedad del fondo. Dicho de otra forma, ni las plusvalías tributan ni las minusvalías podrán ser deducidas hasta que el reembolso definitivo no se haga efectivo. Cabe destacar que los fondos cotizados como los ETF no disfrutan de este beneficio fiscal.

6.4 Fiscalidad

Es fundamental mencionar el tratamiento fiscal de estos vehículos de inversión, ya que es fundamental a la hora de decidir si optamos por estos instrumentos financieros.

Cabe destacar, que los resultados obtenidos en los fondos, ya sean beneficios o pérdidas, no se consideraran efectivos hasta que no se produzca la venta de las participaciones, es decir, el reembolso. Por tanto, hasta que se produzca el momento del reembolso no se genera ninguna plusvalía o minusvalía. Si el participe genera alguna de las dos mencionadas anteriormente, el resultado se integrará en la base imponible del ahorro. Si la base fuera finalmente positiva, tributaría de acuerdo con el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) a un tipo progresivo en función del año en cuestión.

7. Marco teórico

En esta parte, se analiza la parte más teórica del proyecto. Es por ello mencionaremos a algunos de los autores más relevantes en cuanto a la estrategia de inversión se refiere, tales como, Markowitz, Sharpe y Fama que explican la eficiencia y estructura de los diferentes activos.

La primera decisión que se debe tomar es si comprar el activo directamente o ceder el poder de decisión a un equipo gestor que realice la compra directamente. En caso de delegar la toma de decisiones a una gestora de fondos la inversión se realiza de forma indirecta o activa. Si, por el contrario, el inversor particular decide invertir y elegir los activos por su cuenta, esta se realiza de forma directa o pasiva.

La primera teoría que apareció fue la de Harry M. Markowitz en un artículo publicado en 1952 en la revista "Journal Finance" llamado "Portfolio Selection" que posteriormente sería desarrollada en sus libros "Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments". Esta teoría parte de un modelo que se basa en el comportamiento racional del inversor en la selección de carteras optimas en función a dos variables fundamentales rendimiento y riesgo (rentabilidad y varianza) con las que se trata de encontrar el equilibrio. Es por ello, que se puede considerar a una cartera eficiente cuando proporciona un mayor rendimiento esperado para un determinado nivel de riesgo, o bien, el menor riesgo para un nivel dado de rentabilidad. Muchos de los inversores utilizan esta estrategia de gestión activa en sus carteras. Cabe destacar que a pesar del éxito que este modelo ha obtenido a nivel teórico debido a su complejidad matemática resulta difícil de aplicar para muchos inversores.

Posteriormente en el año 1963 William F. Sharpe desarrollo y amplio el modelo de Markowitz construyendo lo que hoy conocemos como el CAPM (Capital Asset Pricing Model), en el cual añadía el activo libre de riesgo formando carteras mixtas. De esta forma incorporo una ecuación lineal en el modelo entre el rendimiento de la cartera de mercado y el activo libre de riesgo, lo cual supone una menor complejidad en su cálculo a que no es necesario calcular las covarianzas. Este modelo, será brevemente expuesto posteriormente.

Mas adelante en la década de los 70 Eugene Fama afirma "Un mercado en el que los precios reflejan la totalidad de la información es un mercado eficiente". Eugene distingue los mercados

entre fuerte, medio y débil en función de la calidad de la información. De esta forma un mercado fuerte será el mercado en el que la información este perfectamente reflejada en los precios de los activos. De esta forma ningún análisis por parte de un analista de mercado con una determinada recomendación será válido, ya que la información ya queda fielmente reflejada en los precios. De acuerdo con esta teoría, un inversor podría llevar a cabo una estrategia de gestión pasiva de sus fondos de inversión replicando el comportamiento del Benchmark o índice de referencia y batir la rentabilidad del mercado. Sin embargo, la estrategia de gestión activa no sería posible, ya que no responde a la eficiencia de los mercados, siendo lo más eficiente la indexación a un índice, ya que con este tipo de gestión no seríamos capaces de replicar al índice.

7.1 Modelo CAPM

William Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Jan Mossin introdujeron el modelo de valoración de activos nombrado "Capital Asset Pricing Model". El modelo nos permite valorar activos estimando su rentabilidad esperada para un riesgo dado.

De acuerdo con el modelo CML (Capital Market Line), las carteras que se encuentren por encima de la línea del mercado de capitales estarán completamente diversificadas debido a que se componen de los activos con riesgo de la cartera de mercado. Si retomamos el concepto de riesgo, una parte de él, hace referencia a el riesgo específico, el cual puede ser eliminado a través de la diversificación, de tal forma que el riesgo total solo estaría compuesto por el riesgo sistemático habiendo eliminado el riesgo específico por la diversificación.

Sobre la CML se puede afirmar que se refiere exclusivamente a carteras eficientes por lo que no encontraremos información sobre activos que no se encuentren por encima de ella. Por ello, solo se tiene en cuenta el riesgo sistemático, ya que el específico ha sido eliminado de nuestra cartera a través de la diversificación y, por ello el rendimiento del activo será igual para todos los activos, de tal manera que tomará la siguiente forma:

$$R_i = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad (1)$$

Donde:

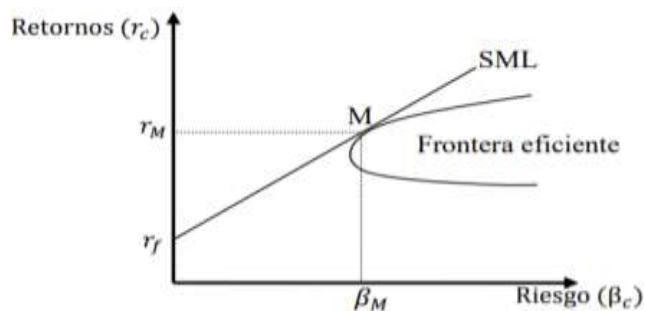
- R_i : Rentabilidad esperada del activo.

- R_F : Tasa libre de riesgo.

- R_M : Rentabilidad esperada del mercado

- β : La beta de un activo dado, la cual indica la volatilidad de un título antes movimientos de la rentabilidad del mercado.

En el siguiente gráfico podemos ver el modelo CAPM:



En el gráfico anterior se observa como la línea principal relaciona la rentabilidad de un activo con su beta, es decir su riesgo. La recta que se encuentra partiendo desde el activo libre de riesgo es también conocida como la SML (Security Market Line), la cual fue desarrollada por Sharpe (1964). Se trata de la representación gráfica del modelo CAPM y forma la ecuación principal del modelo de valoración de activos. De lo anterior se podría extraer que si una cartera se situase por encima de la Security Market Line significaría que estaría obteniendo una rentabilidad mayor a el modelo CAPM, lo que podría inducir a una posibilidad de arbitraje.

Por último, el coeficiente Beta mide la sensibilidad de la rentabilidad de un activo o cartera respecto a cambios en su mercado de referencia. La beta nos indica la exposición que tiene el gestor respecto del mercado, es decir, es una medida de riesgo. Según la beta que tengamos podemos extraer las siguientes conclusiones:

Si la $\beta=0$, la rentabilidad que debemos esperar es igual a la del activo libre de riesgo.

Si la $\beta= 1$, el riesgo de la cartera es exactamente igual que el del mercado.

Si $\beta > 1$, se está indicando que el riesgo de la cartera es superior al del mercado, de tal forma que nuestra cartera estará compuesta de activos más agresivos.

Si la $\beta < 1$, se está indicando que el riesgo de la cartera es menor que el riesgo de mercado, de tal forma que nuestra cartera está compuesta por activos más defensivos o, menos agresivos.

7.1.2 Alpha de Jensen

Volviendo al a idea anterior sobre la SML, todas las combinaciones entre el par rentabilidad-riesgo que se encuentren por encima de la línea implican una buena gestión por parte del gestor, es decir, contra más alejadas se encuentren más preferible será la cartera. De tal forma que, si obtenemos una rentabilidad superior a la esperada en una cuantía de α tomando como referencia la recta SML, obtendríamos una recta paralela:

$$R_c' = \alpha + R_c = \alpha + R_F + \beta (R_M - R_F) \quad (2)$$

Donde el Alpha de Jensen lo obtenemos de la siguiente forma:

$$\alpha = R_c' - R_c = R_c' - R_F + \beta (R_M - R_F) - \beta (R_M - R_F) \quad (3)$$

De esta manera Jensen aplica esta medida basada en el CAPM que mide la diferencia entre la rentabilidad de una cartera gestionada y el índice de su referencia con un nivel de riesgo sistemático que tienen que ser igual. Dicho de otra forma, muestra la capacidad que tiene el gestor para obtener rendimientos por encima de la Security Market Line.

Las carteras pueden ser clasificadas en función de cómo estén situadas entorno a la SML, de tal forma que las carteras que se sitúan por encima de esta obtienen un $\alpha > 0$ son más deseables frente a las que obtienen $\alpha < 0$ son menos deseables, ya que el gestor no habría realizado una buena gestión.

El Alpha de Jensen tiene la ventaja de que es muy fácil de interpretar. Aunque, por otro lado, es necesario mencionar las desventajas de esta medida de “Performance”, ya que se debe de seleccionar un índice adecuado que represente la cartera de mercado y, por último, que el modelo esta influenciado por el apalancamiento debido a que el gestor intentara obtener rendimientos más elevados a través de la de desinversión del activo libre de riesgo, y la inversión en activos arriesgados, así como, invertir en corto (apalancamiento).

8. Gestión Activa y Pasiva

Debido a que el presente trabajo esta enfocado a la comparativa entre la gestión activa y la gestión pasiva, los siguientes apartados estarán dedicados a la clasificación y descripción de las dos principales formas de gestión existentes: la gestión activa y pasiva. Conviene aclarar que mientras la gestión activa persigue alcanzar un máximo retorno para un nivel de riesgo dado, en la gestión pasiva prioriza la aversión al riesgo sobre la maximización de retornos.

8.1 Gestión Activa

La gestión activa se basa en el incumplimiento de las hipótesis de mercado eficiente debido a que los precios de los diferentes activos no muestran toda la información del mercado. Es por ello, que los gestores que utilizan la gestión activa tratan de hallar activos infravalorados en el mercado cuya compraventa en el futuro les proporcione rendimientos positivos para un riesgo determinado que decidan asumir. En otras palabras, la gestión activa se basa en tener la habilidad suficiente para seleccionar los activos más apropiados en el momento oportuno con el objetivo de batir a su índice de referencia. En la gestión activa prima la ponderación de las carteras en determinados mercados o sectores, es decir, este tipo de gestión llevará consigo un fuerte análisis previo de los valores en los que se quiera invertir, así como, en el análisis macroeconómico en el cual con una estrategia de gestión pasiva no será tan relevante.

Es por ello, cuando tenemos un horizonte temporal lo suficientemente amplio y se opta por maximizar los beneficios sobre el riesgo teniendo en cuenta que los precios no muestran toda la información disponible la opción de una estrategia activa podría ser adecuada por los gestores de fondos.

En la gestión activa, las herramientas más famosas para el análisis de valores son análisis fundamental, el análisis técnico y el análisis de coyuntura. Dicho de otra forma, con el análisis macroeconómico obtenemos una visión global de la economía en su conjunto de las variables más fundamentales y en qué países y regiones invertir mientras que con el análisis fundamental podemos analizar en que empresas cotizadas podemos invertir nuestro capital, y por último, con el análisis técnico podremos decidir cuándo entrar al mercado, es decir, tratar de entrar en

el valor en el momento de cotización más baja. Aunque en muchas ocasiones como la decisión de los gestores es una inversión a largo plazo el timing de la operación no será tan relevante debido a que las expectativas de los gestores será una apreciación del valor a largo plazo, es decir, de la búsqueda de un precio objetivo. De lo anterior, podríamos concluir que los inversores o gestores que eligen el corto plazo como horizonte de inversión utilizaran el análisis técnico, que se basa en la evolución de los precios y su tendencia, mientras que los gestores o inversores con un horizonte temporal más amplio utilizaran el análisis fundamental teniendo en cuenta las principales variables de la empresa, así como sus resultados y el crecimiento económico.

Los analistas de las gestoras aparte de utilizar estas tres herramientas que se han descrito previamente, utilizan dos técnicas principalmente para batir al índice de referencia: Top-down y Bottom-up.

Los gestores que utilizan la técnica Top-down realizan un análisis desde lo más genérico a lo más particular, es decir, utilizando esta técnica tratan de encontrar un valor que por las condiciones macroeconómicas generales tenga mejores perspectivas. Un claro ejemplo de esto sería la elección de un sector específico con una perspectiva de crecimiento mucho mayor que otra, es decir, un gestor que utilizara esta técnica y que tuviera la intención de invertir en el sector del transporte probablemente no invertiría en una empresa que se dedicara a fabricar ferrocarriles si no que invertiría en empresas que operaran a nivel mundial construyendo trenes de alta velocidad. De esta manera, se pondera más a los sectores con mejores perspectivas de crecimiento futuro haciendo uso de la herramienta de análisis fundamental para valorar la viabilidad económico-financiera futura de la empresa.

La segunda técnica Bottom-up, la cual es utilizada por gestores a los que también se les conoce como stockpickers seleccionan valores en función de lo que ellos consideran más interesante para su cartera mediante un análisis previo, adaptados a su filosofía de inversión y en busca de valores mas baratos con una rentabilidad esperada más elevada.

8.1.2 Las ventajas e inconvenientes de la gestión activa

En este apartado se describirán las ventajas e inconvenientes de la gestión activa. En la primera parte del epígrafe se comenzará desarrollando las principales ventajas de este tipo de estrategia.

Las ventajas de la gestión activa:

1. Análisis:

Los analistas de los fondos toman decisiones en función de la información disponible y el análisis de esta, así como, de la experiencia y de las perspectivas y situación actual del mercado. Los gestores, como mencionamos anteriormente utilizaran dos métodos principalmente, el análisis fundamental y el macroeconómico con el objetivo de encontrar los valores más apropiados para sus fondos dando forma a su cartera y evitando la indexación a el índice de referencia. Si estos gestores no consiguen batir al índice o obtienen resultados muy deficientes trataran de cambiar la estrategia, mediante reponderación de los valores actuales o cambiando las inversiones a diferentes sectores o empresas. En este sentido, el inversor que seleccione un fondo tendrá que preocuparse de elegir al mejor gestor posible, depositando su confianza en estos, ya que el inversor considerara que el gestor tiene una filosofía de inversión muy parecida a la suya.

2. Gestión del riesgo:

Una de las grandes ventajas de la gestión activa frente a la gestión pasiva es el poder decisión que tienen los gestores para volver a ponderar las carteras frente a una situación de mercado bajista o alcista, adoptando una posición más agresiva o defensiva, es decir, adaptando la cartera en función de la situación del mercado. Esto permite a los gestores diversificar sus carteras en un intento de minimizar el riesgo tratando de evitar la elevada volatilidad del mercado. Dicho de otra forma, la ventaja de la gestión activa es la capacidad de los gestores para distribuir los diferentes activos en función de la coyuntura de mercado de tal forma que podrán llevar a cabo operaciones de cobertura. Otro ejemplo de la facilidad de los gestores para cambiar de activos en función de su conocimiento y expectativas del mercado es cuando deciden ponderar un sector o una compañía en concreto cuando creen que esta cotizando a descuento en el mercado, lo cual no es posible con la gestión pasiva.

3. La rentabilidad:

Una de las ventajas de la gestión activa es la posibilidad de batir al índice de referencia por la buena gestión de las inversiones del fondo, algo que sería imposible con la gestión pasiva. Sin duda no se trata de una tarea sencilla, ya que el 95% de los gestores de gestión pasiva no consiguen batir a su índice de referencia además de obtener unos resultados muy pobres. Por otra parte, sería importante mencionar que hay dudas en el mercado de si algunos gestores de tipo activo están siguiendo una estrategia activa o, por el contrario, estarían replicando al mercado.

Los inconvenientes de la gestión activa:

1. Estilo de gestión:

Existe un riesgo de que el gestor no este haciendo su labor de manera correcta y este tomando decisiones poco meditadas o incorrectas que harán que la rentabilidad del fondo se vea fuertemente mermada. Dicho de otra forma, el gestor podría estar falto de conocimientos sobre un sector o, utilizar un método de valoración incorrecto para un tipo de industria en concreto.

2. Existencia de altas comisiones:

En este sentido, parece lógico que al tener que gestionar un equipo que se dedique a el análisis, selección y gestión de las inversiones encarezca los costes del fondo y, el cliente acabe pagando una comisión más alta por la gestión activa que cuando decide invertir en fondos que replican el índice. Realmente, el problema no reside el pago de la comisión en sí, si no que las rentabilidades finales se pueden ver fuertemente lastradas por el pago de las comisiones, pudiendo llegar a tener incluso rentabilidades negativas. Los gestores tendrán que verse incentivados a adquirir rentabilidades más altas para mantener clientes en fondo, ya que tendrán que compensar estas comisiones que previamente han aplicado.

3. Elección del momento oportuno

La capacidad del gestor para anticiparse a los movimientos del mercado, es decir, ser capaz de estimar cual va a ser el siguiente movimiento del valor en cuestión, es algo realmente difícil de llevar a cabo debido a que es tremendamente complejo predecir los movimientos futuros del mercado o de la economía. En otras palabras, está al alcance de muy pocos ser capaces de acertar en el momento de entrada y salida de un activo.

8.2 La Gestión Pasiva

Según un artículo publicado en “Funds&Markets” que recogía información de Morningstar la gestión pasiva ha tenido un crecimiento exponencial en los últimos años, de tal forma que en el año 2008 (estallido de la crisis financiera) se gestionaban 1.35 billones de dólares mientras que a día de hoy la cifra ha ascendido a 9.6 billones de dólares, es decir, ha experimentado un crecimiento exponencial del 611%, mientras que la gestión activa ha crecido un 154% en el mismo periodo. En este contexto de crecimiento y confianza en la inversión se puede mencionar que la mayoría de este crecimiento viene de la mano de los Estados Unidos de América, ya que solo allí el 18% de los activos se encuentran en ETF’s, 37% fondos indexados respecto 14% que supone la gestión pasiva en Europa. Aunque cabe destacar que se espera un crecimiento muy importante en Europa llegando a formar el 25% de los activos bajo gestión

Después de haber mencionado la gestión activa, es turno de mencionar la gestión pasiva, la cual cumple con la hipótesis de mercado eficiente según la que todos los precios de cotización de las acciones mostraran toda la información disponible en el mercado. Se puede afirmar que existe un grado de información fuerte en el que teóricamente, ni análisis técnico ni el fundamental a la hora de decidir si invertir o no funcionan en el mercado. Una de las características de este tipo de gestión es que la rentabilidad final no podrá superar al del índice de referencia en cuestión, ya que se trata de replicar al Benchmark en cuestión y, tanto comisiones como dividendos deberán de ser acordemente descontadas.

Básicamente los gestores de gestión pasiva se encargan de supervisar las ponderaciones de los diferentes activos de manera que constituyen su composición cada vez que es requerido. En este tipo de gestión, los gestores no tratan de batir al mercado o de encontrar activos infravalorados, si no que tratan de seleccionar un fondo bien diversificado para un cliente que sea acorde con su perfil de aversión al riesgo.

Se puede replicar un índice con dos tipos de fondos dentro de la gestión pasiva: Los ETF (Exchange traded funds) y fondos indexados. La diferencia radica en que los fondos indexados funcionan igual que los fondos tradicionales ya que tienen un precio de cotización diario único mientras que los ETF’s tienen diferentes precios de cotización a lo largo del día, es decir, funcionan de la misma forma que una acción.

8.2.1 Ventajas e inconvenientes de la gestión pasiva

1. Comisiones:

Debido a que el gestor solo tiene como objetivo la réplica del índice de referencia y no conlleva una gestión compleja, los gastos por comisión en la gestión pasiva son mucho más reducidos. De hecho, las gestoras poseen programas informáticos que calculan las comisiones automáticamente para cada cliente y además adecuan los pesos de los diferentes activos en función del comportamiento del índice. Es una ventaja muy importante, ya que muchos inversores se decantarán por la gestión pasiva solo por el hecho de que al tener comisiones más bajas, las rentabilidades positivas en el momento de liquidación pueden ser mucho más fáciles de obtener que con la gestión activa.

2. Resultados:

Los resultados obtenidos en la gestión activa al final son los mismo que los obtenidos por el índice de referencia, por lo que los inversores tienen las expectativas claras cuando invierten con este tipo de gestión. La cuestión es que, a pesar de no poder batir al índice, los resultados de este tipo de gestión son muy superiores en media que los de la gestión activa, simplemente por las comisiones, como bien mencionamos anteriormente.

3. Claridad:

Una de las ventajas de invertir nuestro capital en fondos indexados es que cumple con la hipótesis de mercado eficiente en la que toda la información está incluida en los precios, por lo que el inversor se supone que tiene toda la información de los valores en los que invierte y, solo tiene que observar el comportamiento del índice. Por otro lado, en algunas ocasiones, el inversor no sabe que comisiones está pagando, ya que pueden ser estar ocultas. Por ejemplo, según un estudio de John Bogle “The aritmetics of “all-in” invesment expenses” estima que las comisiones por corretaje para fondos de renta variable en media suelen estar en torno al 0,50% anual. El principal problema de lo mencionado anteriormente se trata de que muchas veces el banco que gestiona el fondo de inversión lleva el Broker, el cambio de divisas y la gestora por lo que tratara de maximizar beneficios en detrimento de la rentabilidad final del cliente. En otras palabras, si se trata de un banco con una línea de negocio de fondos de inversión, existirá un conflicto de interés entre la propia entidad y el cliente.

4. Diversificación:

La gestión pasiva no trata de anticiparse a acontecimientos del mercado, ni llevar a cabo movimientos estratégicos para evitar la volatilidad sino que simplemente replica al índice. Al replicar al índice lo que se consigue es un grado de diversificación muy alto con el que sería mucho más complicado invirtiendo con una estrategia activa. La única labor que se debe realizar es seleccionar el índice que se adapte a nuestro perfil de aversión al riesgo y que replique al índice de manera adecuada.

Los inconvenientes de la gestión pasiva:

1. Imita la evolución del índice:

Debido a esto, los fondos indexados no pueden cambiar la ponderación de sus activos o invertir en valores que se encuentren infravalorados en el mercado para ganar exceso de rentabilidad. Los inversores pasivos no podrán adoptar estrategias más defensivas o agresivas en función de la situación de mercado obteniendo siempre la misma evolución del índice. Se podría decir que los fondos indexados se ven plenamente afectados por los mercados bajitas sin ninguna capacidad de actuación. Por ejemplo, ante una recesión o crash bursátil el gestor no podrá redistribuir los activos para suavizar las posibles pérdidas si no que, se hundirá al mismo nivel que el mercado.

2. Desventajas en la contratación:

Existe una presencia menor de estos productos en los bancos que de otro tipo de productos, por lo que los inversores tendrán que acudir a otro tipo de gestoras y encontrar el fondo que más utilidad del reporte, siendo esta última más complicada ya que a veces la oferta de fondos indexados no cumple con las preferencias del inversor. Por otra parte, el inversor debe de ser precavido cuando contrata un fondo ya que algunas veces tienen contratos de permanencia que

pueden acarrear problemas de liquidez para el inversor si necesita retirar sus participaciones del fondo porque le ha surgido un gasto extraordinario.

3. Riesgo sectorial:

Los fondos de gestión pasiva no podrán evitar tener parte de su peso en los sectores del índice más frágiles o los que ofrezcan menos posibilidades de crecimiento. De esta forma, por ejemplo, un fondo de gestión pasiva que replique al IBEX 35 no podrá zafarse del excesivo peso que este tiene en el sector financiero o de otros sectores, como el tecnológico en Estados Unidos, ya que se trata de un sector muy disruptivo y por lo tanto con una alta sensibilidad al cambio y a nuevas tecnologías

9. Estudio práctico

En esta parte se llevará a cabo el estudio y análisis de los diferentes fondos seleccionados para el periodo 2012-2018. Se llevarán a cabo los cálculos mencionados en la metodología, Alpha de Jensen y la ratio de Sharpe. Los siete fondos seleccionados fueron adquiridos de la plataforma Thompson Reuters en la que se filtró por países España y por categoría de Lipper “Equity Spain” debido a que se está comparando la gestión activa en contra de la gestión pasiva en el contexto y mercado español, el cual es perfectamente extrapolable en mayor o menor medida para el conjunto de los países.

Los fondos han sido extraídos de manera aleatoria teniendo en cuenta como principal requisito que son de gestión activa y que su índice de referencia es el IBEX 35 según “Morningstar” y “Thompson Reuters”. Pero al haberlos elegido aleatoriamente lo que queremos representar es que en muchas ocasiones los individuos se dejan aconsejar por familiares, su persona de confianza del banco, amigos, compañeros de trabajo u otros individuos. De hecho, según un artículo publicado en Estrategias de inversión redactado por “Laura Piedehierro” fundamentado en datos de “Inverco”, el 9% de los partícipes de los fondos no lee el folleto del fondo y un 55% le otorga un vistazo rápido sin prestarle atención al detalle o simplemente investigarlo. Se podría decir que dos de cada tres inversores no están bien informados, ya bien sea por el fondo o por sí mismos. Una de las causas por las que podría tener responsabilidad el fondo, es debido a que la información podría ser demasiado compleja para el lector. También es destacable el hecho de que solo el 45% de los inversores saben que detrás de las inversiones hay un equipo gestor especializado, mientras que el 25% cree que lo gestiona el responsable de la entidad y el 5% el equipo comercial. Otros de los datos arrojados por el estudio mencionan que solo el 60% de los partícipes saben que los fondos de inversión están regulados por una entidad de carácter público, como es la CNMV. Por último, destacar que el 51% de los partícipes desconoce que, en caso de quiebra de la entidad gestora, su capital, estaría protegido. De esto último se puede concluir que muchos de los inversores tienen una aversión al riesgo muy baja debido a que ni siquiera saben que su inversión está garantizada, como si fueran a el casino. Creemos que todos estos datos son razón necesaria y suficiente para haber seleccionado los fondos aleatoriamente.

En la primera parte del estudio, procederemos a describir los fondos seleccionados para el estudio, los cuales han sido seleccionados de diferentes bancos a nivel nacional e internacional, ya que lo más común cuando una persona media quiere invertir es que acuda a su entidad bancaria mejor o peor informado.

| Nº de Fondo | Nombre del Fondo | ISIN |
|-------------|--|--------------|
| 1 | Renta 4 Bolsa R, FI | ES0173394034 |
| 2 | Abanca Renta Variable Espana, FI | ES0162948006 |
| 3 | Liberbank Renta Variable Espana A, FI | ES0111038032 |
| 4 | BBVA Bolsa, FI | ES0138861036 |
| 5 | BNP Paribas Bolsa Espanola, FI | ES0125471039 |
| 6 | Caixabank Bolsa All Caps Espana Estandar, FI | ES0114180039 |
| 7 | UBS Espana Gestion Activa P, FI | ES0180943039 |

Descripción de los diferentes Fondos de inversión:

1. Renta 4 Bolsa R, FI:

Se trata de un fondo de renta variables con un ranking de 5 estrellas según “Morningstar” que invierte en empresas de España del mercado continuo. La exposición del fondo es del al menos 75% de renta variable y al menos el 90% de ella debe estar invertida en empresas de España mientras que el resto podría ser invertido en Estados Unidos o el resto de Europa. Uno de los criterios del fondo es la selección de empresas por mayor capitalización y liquidez. Su índice de referencia es el IBEX 35. Algunas de sus mayores posiciones están en Repsol, Ferrovial y Applus services SA. Los sectores con más exposición son la industria con un 28,6% y el consumo cíclico con un 15,11%.

Rentabilidad anual renta 4 bolsa España

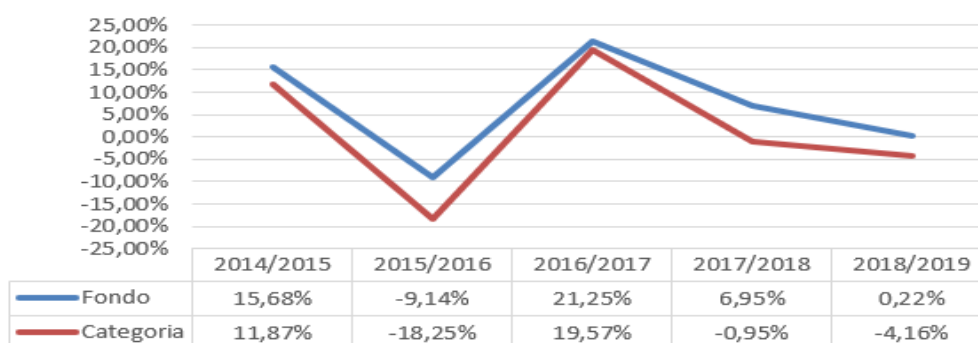


Gráfico 4. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: “Morningstar”

2. Abanca renta variable España, FI

Se trata de un fondo calificado con dos estrellas por “Morningstar” con el objetivo de tener una rentabilidad similar a la del IBEX 35 en el que tiene al menos un 75% de su exposición total de forma directa o indirecta a través de las ICC. Se podría invertir el 15% en otros países de OCDE en renta variable. Sus mayores posiciones son en empresas como Inditex o Telefónica y, sus mayores sectores el industrial con un peso del 20,32% y un 14,83 % en servicios financieros. Su índice de referencia es el IBEX 35.

Rentabilidad anual Abanca renta variable España

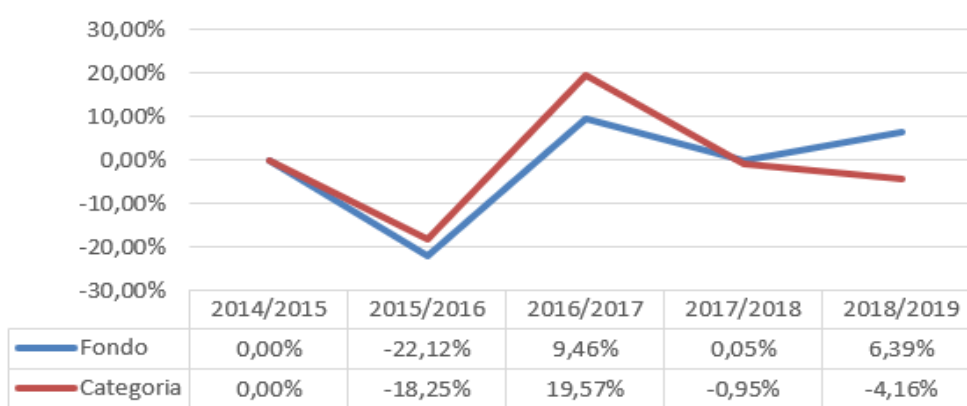


Gráfico 5. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: “Morningstar”

3. Liberbank renta variable España A, FI:

Calificado en “Morningstar” con dos estrellas teniendo un 75% de su exposición total en renta variable de emisores españolas y resto de la zona euro. Forma parte de la categoría “Europe Equity Large Cap” con una elevada exposición al sector financiero y al sector de la energía, con sus mayores posiciones en Repsol y Banco Santander.

Rentabilidad anual Liberbank renta variable España

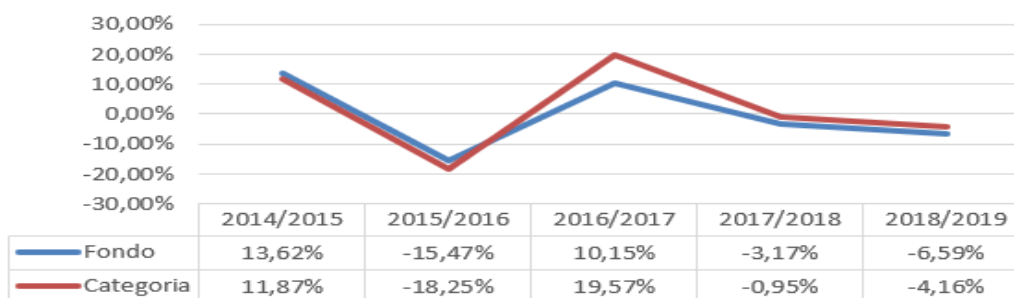


Gráfico 6. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: “Morningstar”

4. BBVA Bolsa, FI

Este fondo de inversión gestionado por el banco BBVA toma como referencia el índice IBEX 35, invirtiendo principalmente en empresas de España intentando conseguir una correlación del 75% con el índice de referencia. Su inversión principal tendrá que ser en renta variable, al menos un 75% y al menos el 80% de empresas cotizadas del mercado Español. Este fondo tiene un peso muy elevado en el sector industrial y de consumo siendo sus principales posiciones en Inditex y Siemens Gamesa.

Rentabilidad anual BBVA BOLSA, FI España

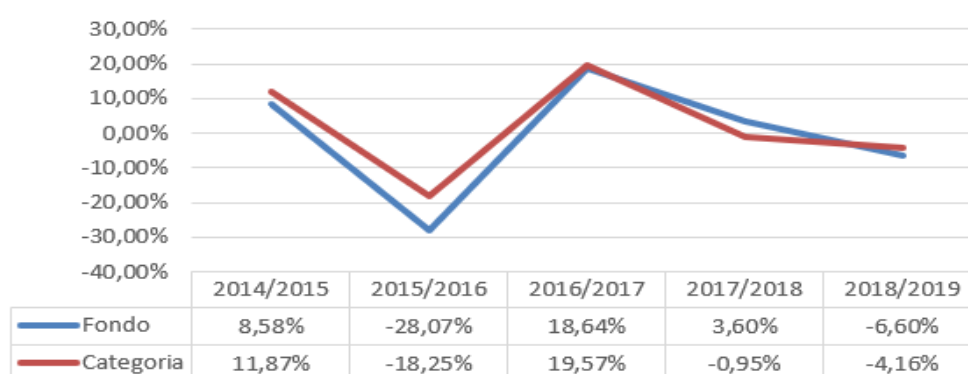


Gráfico 6. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: "Morningstar"

5. BNP Paribas Bolsa Española, FI

Este fondo gestionado por la gestora francesa vuelve a seguir el comportamiento del IBEX 35, buscando de esta forma estar altamente correlacionado con el índice con el objetivo de buscar resultados similares. Este fondo de 4 estrellas según "Morningstar" tiene un elevado peso en el sector financiero con un 23,91% y consumo cíclico con un 15,7% siendo sus mayores posiciones en Inditex e Iberdrola.

Rentabilidad anual BNP Paribas bolsa, España

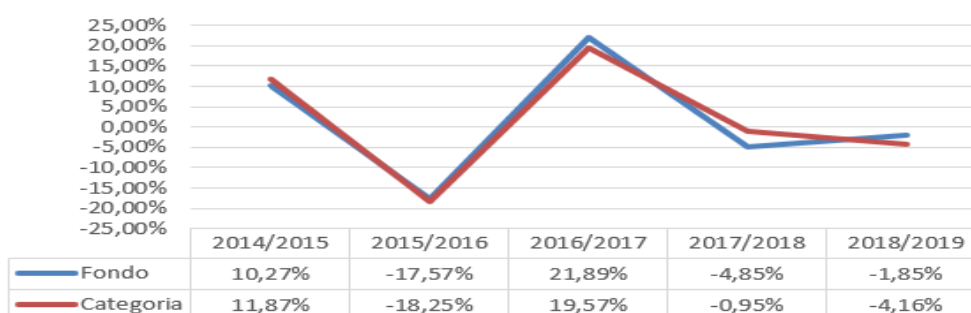


Gráfico 7. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: "Morningstar"

6. Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI

Este fondo de inversión sigue al IBEX 35 con una exposición en renta variable que llega al 75% con una filosofía de inversión de invertir en empresas tanto de pequeña como gran capitalización con potencial para revalorizarse en el largo plazo. Tiene un peso elevado en el sector industrial y consumo cíclico, y sus mayores inversiones están en empresas como Repsol, Applus Services SA o el grupo catalana occidente.

Rentabilidad anual Caixabank all caps, España

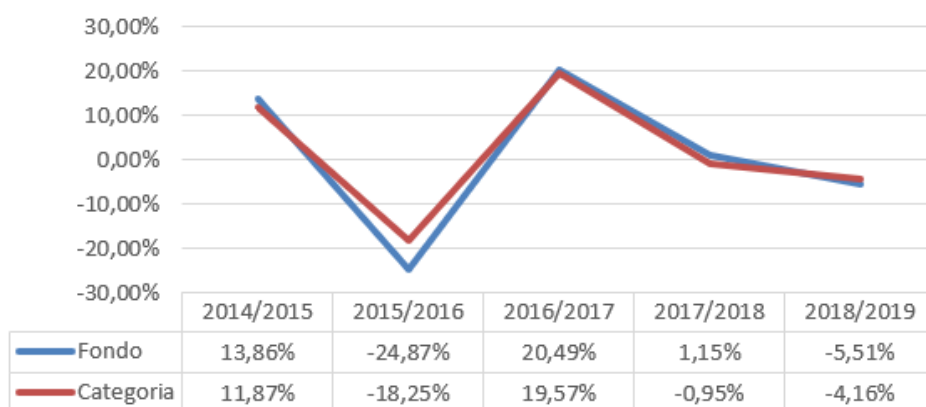


Gráfico 8. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: "Morningstar"

7. UBS Espana Gestion Activa P, FI

Este fondo de 4 estrellas invierte en activos de la categoría de renta variable en el mercado español con una exposición de las $\frac{3}{4}$ partes de la cartera pudiendo invertir un 10% de su capital en empresas que coticen en el mercado portugués. Tiene un peso elevado en el sector financiero con un peso del 20% y en el sector industrial con un 19,23%. Sus mayores inversiones las tiene la industria de diseño textil SA, así como, en el banco Santander y telefónica.

Rentabilidad anual UBS gestión activa, España

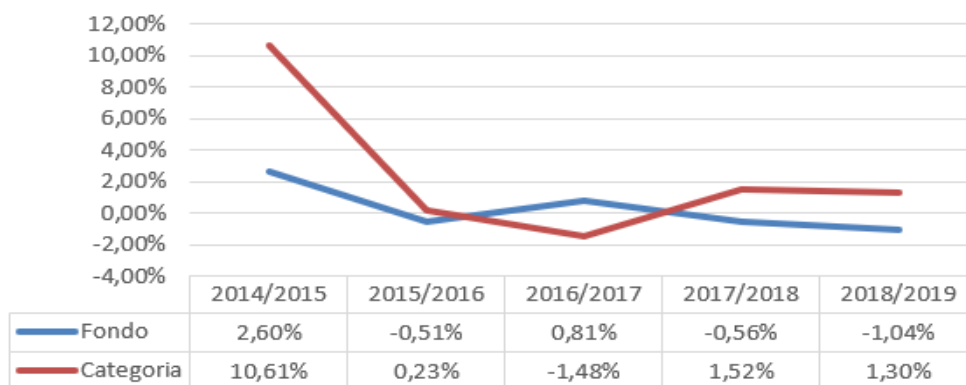


Gráfico 8. Elaboración propia rentabilidades de marzo a marzo de cada año. Fuente: "Morningstar"

Una vez realizada la descripción y presentación de los diferentes fondos gracias a los datos extraídos a través de "Morningstar", la cual se ha llevado a cabo anteriormente. Se procede a la exposición de los datos y estadísticas más generales de cada fondo y del propio índice, en este caso el IBEX 35. Todas las estadísticas procesadas son de elaboración propia gracias a la herramienta de hojas de cálculo "Excel". Los datos se presentan como medias anuales de las rentabilidades, desviación típica, la cual es concebida como volatilidad, mínimos y máximos de los diferentes años, así como las betas de los fondos.

| IBEX 35 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Promedio Periodo |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|
| Media anual | 0,0573% | 0,0696% | 0,0558% | 0,0304% | 0,0098% | 0,0359% | 0,0465% | 0,030% |
| Volatilidad | 0,9168% | 0,7483% | 0,9772% | 1,2545% | 1,2327% | 0,5194% | 0,7724% | 0,917% |
| Min | -2,65% | -3,00% | -3,22% | -5,52% | -7,09% | -1,33% | -3,13% | -3,706% |
| Max | 2,541% | 2,426% | 2,895% | 4,075% | 3,558% | 2,119% | 2,421% | 2,862% |

Tabla 1. Estadísticas IBEX 35. Elaboración propia.

En la tabla de arriba se describen dos de las principales magnitudes como la media de rentabilidades del Ibex 35 a lo largo de cada año, o la volatilidad del índice. Una de las principales conclusiones que se pueden obtener si observamos esta tabla es que a largo plazo las rentabilidades media es positiva, es decir, que si hubiéramos invertido en un fondo indexado perfectamente al índice IBEX 35, hubiéramos obtenido una rentabilidad positiva para el periodo 2012-2018 sin haber tenido que pasar por el proceso de elección de un fondo de gestión activa, el cual se antoja mucho mas largo para que al final del periodo no solo no hayamos obtenido la misma rentabilidad, si no que hayamos pagado mayores comisiones por este.

| IBEX 35 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rentabilidad total periodo | 14,91% | 18,08% | 14,52% | 7,90% | 2,54% | 9,29% | -11,172% |

Tabla 2. Rentabilidad de cada periodo. Elaboración propia.

En esta segunda tabla podemos ver la rentabilidad final de cada año es decir lo que se ha obtenido de 1 de enero a 31 de diciembre del año en cuestión. Como podemos observar prácticamente en todos los años hubiéramos obtenido una rentabilidad total positiva, en algunos casos bastante elevada, como en 2013 y 2014 con un 18.08% y un 14,52% de rentabilidad anual. Según un artículo escrito por "cotizalia" para el confidencial en 2017, el IBEX 35 desde su creación en el año 1992 no ha parado de crecer, y ha arrojado una rentabilidad media anual del 6,82%. Esta conclusión, es otra razón de peso para invertir en fondos indexados a largo plazo disminuyendo la carga psicológica de lo que estará haciendo el gestor, o el propio inversor si invierte por cuenta propia.

| | 2012 | | | | |
|---|--------------|-------------|--------------|---------|-------------|
| | Media | Volatilidad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | - 0,0062% | 1,4271% | - 4,3328% | 4,8301% | 1,134833847 |
| Abanca Renta Variable España, FI | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,0041% | 1,5815% | - 5,1203% | 5,5293% | 1,277490538 |
| BBVA Bolsa, FI | 0,0105% | 1,7794% | - 5,8650% | 5,8956% | 1,373016185 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,0229% | 1,3709% | - 4,5067% | 4,9662% | 1,100588038 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | 0,0452% | 1,3971% | - 4,5083% | 5,3776% | 1,148323227 |
| UBS España Gestión Activa P, FI | 0,0494% | 1,2076% | - 3,5704% | 4,3520% | 1,027004726 |

Tabla 3. Datos 2012. Elaboración propia.

En las siguientes tablas se muestran rentabilidad media anual, la volatilidad, los mínimos y los máximos de los diferentes fondos seleccionados, así como las betas de los mismos en los diferentes años seleccionados para el estudio. En el caso de las betas de los diferentes fondos podremos interpretarlos como una medida de volatilidad en relación al mercado, de tal forma que sí es mayor que uno tendrá movimientos mas acentuados que el propio mercado, es decir, tendrá una mayor volatilidad. Los datos han sido descritos y presentados de tal manera que puedan ser comparados de un breve vistazo con su índice de referencia. Cabe desatacar que los caculos para el fondo de inversión de Abanca renta variable España solo se han realizado desde el año 2015 hasta el 2018 debido a que el fondo se apertura a mediados de 2014.

| | 2013 | | | | |
|---|---------|-------------|----------|---------|------------|
| | Media | Volatilidad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | 0,0935% | 0,9183% | -3,4358% | 2,7880% | 1,01000393 |
| Abanca Renta Variable España, FI | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,0674% | 1,0027% | -3,2353% | 3,4095% | 1,07787298 |
| BBVA Bolsa, FI | 0,0870% | 1,2116% | -3,9348% | 3,6979% | 1,31760652 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,0917% | 0,8545% | -2,5701% | 2,6520% | 0,93219666 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | 0,1188% | 0,9715% | -3,0892% | 2,6579% | 1,0801115 |
| UBS España Gestión Activa P, FI | 0,1028% | 0,9923% | -4,6830% | 2,5744% | 1,03860955 |

Tabla 4. Datos 2013. Elaboración propia.

| | 2014 | | | | |
|---|---------|------------------|----------|---------|-------------|
| | Media | Volatili- dad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | 0,0182% | 0,9314% | -3,1902% | 3,1108% | 0,733015278 |
| Abanca Renta Variable España, FI | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,0122% | 0,7233% | -2,7539% | 2,7230% | 0,545941912 |
| BBVA Bolsa, FI | 0,0041% | 1,1664% | -3,9223% | 3,1913% | 0,898963329 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,0061% | 0,8032% | -2,7816% | 2,8886% | 0,644249403 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | 0,0254% | 1,0525% | -3,6075% | 3,5273% | 0,822506428 |
| UBS Espana Gestión Activa P, FI | 0,0070% | 1,0489% | -3,3480% | 3,2289% | 0,806417319 |

Tabla 5. Datos 2014. Elaboración propia.

| | 2015 | | | | |
|---|----------|-------------|----------|---------|------------|
| | Media | Volatilidad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | 0,0450% | 1,1035% | -4,5139% | 3,3910% | 0,79638055 |
| Abanca Renta Variable España, FI | -0,0172% | 1,3355% | -5,3438% | 4,4270% | 0,95433245 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,0183% | 1,0239% | -4,8834% | 3,3379% | 0,71036847 |
| BBVA Bolsa, FI | -0,0324% | 1,4092% | -5,5416% | 4,2518% | 0,9918999 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,0085% | 1,0647% | -4,0490% | 3,3403% | 0,76533282 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | -0,0319% | 1,3238% | -5,9100% | 3,8583% | 0,92933309 |
| UBS Espana Gestión Activa P, FI | 0,0020% | 1,1641% | -4,8557% | 3,6053% | 0,82286068 |

Tabla 6. Datos 2015. Elaboración propia.

| | 2016 | | | | |
|---|--------------|------------------|---------------|---------|-------------|
| | Media | Volatili- dad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | - 0,0088% | 1,2394% | -3,5585% | 7,0869% | 0,113375485 |
| Abanca Renta Variable España, FI | - 0,0252% | 1,4390% | - 11,9389% | 3,6720% | 1,086873366 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | - 0,0281% | 1,3647% | - 11,4375% | 3,5170% | 1,012839404 |
| BBVA Bolsa, FI | - 0,0242% | 1,6575% | - 14,2220% | 3,8892% | 1,233007823 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | - 0,0116% | 1,5083% | - 12,1883% | 3,4786% | 1,127556912 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | - 0,0062% | 1,6310% | - 12,7564% | 3,7034% | 1,203430408 |
| UBS Espana Gestión Activa P, FI | - 0,0117% | 1,3098% | -9,4280% | 3,5206% | 0,988389347 |

Tabla 7. Datos 2016. Elaboración propia.

| | 2017 | | | | |
|---|---------|------------------|--------------|---------|------------|
| | Media | Volatili- dad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | 0,0549% | 0,5493% | - 1,5769% | 2,4261% | 0,82805421 |
| Abanca Renta Variable España, FI | 0,0267% | 0,5152% | - 1,5601% | 2,2579% | 0,74917224 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,0342% | 0,6986% | - 2,6186% | 3,3455% | 0,96941947 |
| BBVA Bolsa, FI | 0,0246% | 0,7117% | - 2,4274% | 2,9471% | 1,00514306 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,0343% | 0,6715% | - 2,3717% | 3,0929% | 0,93934178 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | 0,0439% | 0,6564% | - 1,8946% | 2,7278% | 0,97619299 |
| UBS Espana Gestión Activa P, FI | 0,0272% | 0,6077% | - 2,4314% | 2,7957% | 0,91776918 |

Tabla 8. Datos 2017. Elaboración propia.

| | 2018 | | | | |
|---|--------------|------------------|--------------|---------|------------|
| | Media | Volatili- dad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | - 0,0411% | 0,6893% | - 2,3627% | 1,8104% | 0,79350206 |
| Abanca Renta Variable España, FI | - 0,0708% | 0,7630% | - 2,5263% | 1,9462% | 0,86179873 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | - 0,0661% | 0,8391% | - 2,5724% | 2,3869% | 0,87831196 |
| BBVA Bolsa, FI | - 0,0605% | 0,7818% | - 2,1945% | 2,4474% | 0,82487934 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | - 0,0560% | 0,7760% | - 3,1215% | 2,1612% | 0,8742743 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | - 0,0612% | 0,7926% | - 2,5263% | 2,6033% | 0,8725289 |
| UBS Espana Gestión Activa P, FI | - 0,0612% | 0,7926% | - 2,5263% | 2,6033% | 0,8725289 |

Tabla 8. Datos 2018. Elaboración propia.

Por último, en el caso de las estadísticas descriptivas, esta ultima tabla es la que más información de un simple vistazo nos podría aportar, ya que se trata de los promedios de las diferentes variables del para el periodo 2012-2018, en el caso del fondo de Abanca renta variable el periodo solo estaría comprendido entre 2015-2018 como se había mencionado anteriormente.

| | Promedio del periodo 2012-2018 | | | | |
|---|--------------------------------|-------------|-----------|----------|----------|
| | Media | Volatilidad | Min | Max | Beta |
| Renta 4 Bolsa R, FI | 0,02222% | 0,97976% | -3,28154% | 3,63474% | 0,772738 |
| Abanca Renta Variable España, FI | -0,02162% | 1,01315% | -5,34230% | 3,07581% | 0,913044 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | 0,00599% | 1,03341% | -4,66020% | 3,46415% | 0,924606 |
| BBVA Bolsa, FI | 0,00131% | 1,24538% | -5,44395% | 3,76005% | 1,092074 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | 0,01701% | 1,00701% | -4,51270% | 3,22568% | 0,911934 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | 0,02091% | 1,11784% | -4,89887% | 3,49366% | 1,004632 |
| UBS España Gestión Activa P, FI | 0,01983% | 1,01757% | -4,40608% | 3,24002% | 0,924797 |

Tabla 9. Promedio de datos para el periodo 2012-2018. Elaboración propia.

La segunda etapa del estudio es la más importante de proyecto, ya que se van a presentar los resultados del trabajo y en lo que se basa la idea principal del trabajo, las Alphas de mercado de cada fondo para discernir si los fondos han sido más o menos eficientes que su índice de

referencia en términos de rentabilidad. En este apartado seremos capaces de valorar si el gestor ha hecho un buen trabajo tanto de manera anual como de durante todo el periodo seleccionado.

Es necesario mencionar que el tipo de interés que ha sido utilizado ha sido transformado de negativo a positivo, ya que no tiene sentido utilizar un tipo de interés negativo, es una economía con condiciones normales de mercado, ni en la fórmula que se ha usado para calcular las Alphas de mercado, por lo tanto, se ha utilizado una media de todos los tipos de interés para el periodo 2012-2018 encontrados en datos macro para la letra del tesoro. Posteriormente, el tipo anual ha sido transformado en días, basándonos en la en que el mercado tiene 254 sesiones al año y hemos utilizado rentabilidades diarias.

En la siguiente tabla se muestran las alphas de mercado anuales de los diferentes fondos de inversión. Un Alpha negativo nos indica que su rentabilidad ajustada al riesgo es peor que la del índice de referencia, en este caso el IBEX 35. Como podemos observar, los diferentes fondos de gestión pasiva no han arrojado buenos resultados para los distintos años seleccionados. Para echar un simple vistazo rápido se han coloreado en verde los fondos que han obtenido un Alpha positiva anual durante algún año y de un color rojizo color carne los fondos que han tenido resultados positivos.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Renta 4 Bolsa R, FI | - 0,00071 | 0,00023 | - 0,00023 | 0,00020 | - 0,00012 | 0,00025 | - 0,00005 |
| Abanca Renta Variable España, FI | n/a | n/a | n/a | - 0,00046 | - 0,00036 | - 0,00001 | - 0,00030 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | - 0,00069 | - 0,00007 | - 0,00019 | - 0,00004 | - 0,00038 | - 0,00001 | - 0,00026 |
| BBVA Bolsa, FI | - 0,00067 | - 0,00004 | - 0,00046 | - 0,00063 | - 0,00036 | - 0,00011 | - 0,00023 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | - 0,00040 | 0,00027 | - 0,00031 | - 0,00015 | 0,00001 | 0,00001 | - 0,00016 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | - 0,00020 | 0,00044 | - 0,00021 | - 0,00060 | - 0,00005 | 0,00009 | - 0,00021 |
| UBS España Gestión Activa P, FI | - 0,00009 | 0,00031 | - 0,00038 | - 0,00023 | 0,00002 | - 0,00006 | - 0,00021 |

Tabla 9. Alphas para el periodo 2012-2018. Elaboración propia.

La primera conclusión que se puede extraer de los resultados presentes es que ninguno de los fondos llega a obtener alphas positivas por más de tres años, lo cual es menos de mitad de todo el periodo. Dicho lo anterior, si un inversor tuviese estos datos y el conocimiento necesario, probablemente decidiría por no invertir en ninguno de los fondos presentados anteriormente. En caso de que un inversor particular decidiera invertir en uno de los anteriores fondos habiéndose decantado por la gestión activa, encontramos dos de ellos que parecen más eficientes y llamativos que el resto. Uno de ellos es el fondo de BNP Paribas de bolsa Española, el cual ha obtenido Alphas positivas por tres años, aunque no consecutivos. Este fondo tiene un peso importante en Inditex y en el sector financiero, por lo que es muy posible que sea muy sensible a posibles recesiones, ya que el sector financiero es el sector que sufre las

consecuencias primero, debido a que los inversores dejan de confiar en los mercados financieros y viabilidad de los bancos.

El segundo fondo que tiene Alphas positivas, aunque no una tras otra, es el fondo de la gestora Española Renta 4 (Renta 4 bolsa R, FI), que ha obtenido alphas positivas durante los años 2013, 2015 y 2017. Este fondo tiene un peso muy elevado en la industria con un 28% y un 12% en materias primas lo que le protege mas de una posible recesión en el futuro ya que las materias primas tienen a actuar como valor refugio.

Una segunda conclusión, es que sabiendo que la mayoría de los fondos obtienen alphas negativas y son menos eficientes que su índice de referencia, si un inversor se decantase por invertir en gestión activa y tuviera que elegir uno de estos fondos, debería decantarse por el de menor comisión, ya que, si no tienden a llevar a cabo una actuación más eficiente que la de su índice, si tenemos en cuenta comisiones altas, la rentabilidad del fondo es totalmente nula.

A priori parece que la estrategia de los fondos seleccionados no parece muy eficiente para igualar o superar al índice de referencia, por tanto, podríamos afirmar que dentro de los fondos que hemos seleccionado para nuestro estudio, la estrategia que siguen no parece ser demasiado relevante ya que todos ellos acaban por tener una Alpha negativa media en todo el periodo como podemos observar en la siguiente tabla.

| Alpha anual media del periodo | |
|---|-----------------|
| Renta 4 Bolsa R, FI | -0,00006 |
| Abanca Renta Variable España, FI | -0,00028 |
| Liberbank Renta Variable España A, FI | -0,00023 |
| BBVA Bolsa, FI | -0,00036 |
| BNP Paribas Bolsa Española, FI | -0,00011 |
| Caixabank Bolsa All Caps España Estandar, FI | -0,00011 |
| UBS España Gestión Activa P, FI | -0,00009 |

Tabla 10. Promedio de datos para el periodo 2012-2018. Elaboración propia

Como podemos observar el Alpha anual media del periodo para cada uno de los fondos seleccionados para el periodo 2012-2018 y en el caso del fondo de “Abanca” de 2015-2018. Las alphas han sido en su totalidad negativas, es decir, se podría decir que en media durante el periodo los gestores no han sido capaces de superar a su índice de referencia, por lo que ninguno de los fondos es lo suficientemente rentable como su índice como para tener una razón de peso para que el inversor decida aportar su exceso de ahorro para ganar una plusvalía en el largo plazo. Dicho lo anterior, se podría decir que los fondos elegidos para el estudio no serian buenas opciones para invertir a largo plazo ya que el coste de oportunidad de hacerlo sería no invertir en fondos índice con mayor rentabilidad y menores comisiones.

10. Conclusión

A pesar de que el ahorro de los diferentes inversores se ha canalizado desde las últimas dos décadas a los diferentes fondos de inversión existentes generalmente y en mayor medida de tipo de gestión activa de manera creciente, la industria de la gestión de activos se encuentra en tiempos de cambio, ya sea por las nuevas regulaciones como MIFID 2, si no por el cambio de tendencia en la gestión, es decir, los diferentes inversores se están decantando por un cambio desde la gestión activa la gestión pasiva. De hecho, según un estudio publicado por Morningstar en 2016, las aportaciones fueron mayores hacia fondos de gestión pasiva. Para corroborar lo anterior podemos afirmar que en 2016 la mayor gestora de carácter pasivo del mundo “Vanguard” captó el 40% del capital mundial dirigido a los diferentes fondos de inversión con unas suscripciones netas que rozaron los 290.000 millones de dólares según un artículo de Ana Palomares publicado en “El economista”.

Fue John C. Bogle quien decidió crear este estilo de gestión en los años setenta con la simple idea de que con comisiones altas era imposible batir al mercado, por lo que en beneficio de los inversores decidió crear la gestora “Vanguard” con esa filosofía y estrategia de replicar al índice.

Siguiendo con los aspectos más cualitativos, podríamos afirmar que la gestión pasiva sigue una estrategia simple y no discrecional ya que, lo único que hace la gestión pasiva es replicar al índice de referencia sin intentar predecir el futuro o anticiparse a movimientos de mercado como la gestión activa que en muchas ocasiones se ve lastrada por decisiones discrecionales e influidas por las emociones del gestor que podría acabar obteniendo rentabilidades negativas para el inversor.

De hecho, en un artículo denominado “Active funds wins battles but lose war” de Rick Ferri en el que se muestra como la mayoría de los fondos de gestión activa en EE.UU tienen rendimientos mucho menores en 5 y 10 años que sus índices de referencia.

| Categoría | Índice de Comparación | 5 Años (%) | 10 Años (%) |
|------------------------|----------------------------|------------|-------------|
| Large Cap | S&P 500 | 88,77% | 84,30% |
| Mid Cap | S&P 500 Mid cap | 85,62% | 88,42% |
| Small Cap Core | S&P 500 Small cap | 89,25% | 88,14% |
| Global Funds | S&P 500 global 1200 | 75,46% | 79,17% |
| Emerging Markets Funds | S&P 500/ IFCI EM composite | 72,19% | 89,71% |

Fuente: Spiva U.S. scorecard year-end 2014. Elaboración propia.

Los resultados se pueden observar en la tabla anterior, de esta manera, podríamos concluir que tres cuartas partes de los fondos no consiguen batir a su índice ni en 5 años ni en 10 años seguidos, sabiendo que el principal objetivo de la inversión es obtener réditos a largo plazo, esta opción no sería eficiente encontrando fondos índice que obtienen mayores rentabilidades con menores comisiones.

Por último, la parte más cuantitativa del trabajo, en la que hemos basado nuestro estudio práctico con la obtención de las Alphas de los diferentes fondos, las cuales nos indican la capacidad del gestor para hacerlo mejor que su índice de referencia y para quedar por encima de la “security market line”. En nuestro caso ninguno de los fondos obtenidos aleatoriamente teniendo en cuenta nuestro razonamiento, el posible inversor estaría teniendo un coste de oportunidad importante en términos de rentabilidad, a que todos los fondos que fueron seleccionados obtuvieron un Alpha anual promedio durante el periodo negativa, por lo que a el

inversor le hubiera compensado más en invertir en un fondo indexado o ETF que simplemente replicara al índice.

Es cierto que existe ese porcentaje de fondos como los fondos de grandes gestores como Francisco García Parames o Iván Martín del fondo Magallanes que son capaces de batir al mercado año tras año, pero el inversor medio no les conoce, y al acudir al banco en busca de asesoramiento lo más probable es que no acabaran sabiendo de estos, si no de otros fondos más ineficientes como los presentados en caso práctico.

Evidentemente, se entiende según los resultados y lo presentado en el trabajo que abogamos por la gestión pasiva como forma de inversión a largo plazo, por su facilidad para el inversor, así como por las menores comisiones, pero no descartamos que podría existir una combinación óptima entre fondos de gestión pasiva y uno de gestión activa de alguna estrella de la gestión de activos. En todo caso, todo inversor es libre de elegir en qué fondos y qué tipo de estrategia debe seguir en función de su aversión al riesgo, y este proyecto debe entenderse como una pequeña guía de los estilos de inversión existentes, así como desventajas e inconvenientes y un estudio práctico que al final nos arroja unos resultados interesantes para tomar una decisión de inversión en el futuro.

11. Bibliografía y referencias

- Markowitz H.(1952),“Portfolio Selection“, *Journal of Finance*, Vol. 7(1):77-91
- Morningstar [SitioWeb] ,(2019), Disponible en: www.morningstar.es
- Inverco [Sitioweb], (2019), Disponible: <http://www.inverco.es/20/22/25>
- Banco Inversis, “ Guia de fondos”, ¿Cuál ha sido la evolución de los fondos en los últimos años?Disponible:<https://www.inversis.com/pagEstaticas/Guias/Fondos/GuiaFondos16.html>
- María Isabel C. Murcia, “Rentabilidad de los fondos de inversión Españoles”, CNMV, N°48: 11-48
- Inverco(2019), “ Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones”, informe 2018: 4-71
- Fama, E. F. (1968): “Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments”. *Journal of Finance*. Marzo. Págs: 28-40
- Spiva US Scorecard 2018, “Research”, disponible: www.spindices.com.
- Cogneau, P. y Hubner, G. (2009). The (more than) 100 ways to measure portfolio performance - Part 2: Special measures and comparison. *Journal of Performance Measurement* 14 (1), 55-69.
- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of economic theory* 13 (3), 341-360
- Fama, Eugene F. (1968). *Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments*. *Journal of Finance* Vol. 23, No. 1, pp. 29-40
- Fama, Eugene F. and Kenneth French (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. *Journal of Finance*, June 1992, 427-466

- Ross, Stephen A. (1977). *The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short-sale Restrictions and Related Issues*, Journal of Finance, 32 (177)
- Loth, Richard, "5 Ways To Measure Mutual Fund Risk, (Sitio web), fecha de consulta(2019)
- Economipedia.com (2019), Riesgo sistematico y no diversificable. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-sistematico.html>
- Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. Journal of Business 39 (1), 119-138.
- Jose Reyes Bernal Bellon (2012), "La relación del crecimiento económico con el mercado bursátil", pagina: 2-14.
- Jonh C. BOGLE, "The Arithmetic of "All-In" Investment Expenses, Pag: 13-21.
- Black, F., Litterman, R., (1991); Asset allocation: Combining investor views with market equilibrium, Goldman, Sachs & Co., Fixed Income Research. Black, F., Litterman R., (1992); Global portfolio optimization, Financial Analysts Journal, 48(5), 28-43.