



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2020 / 2021

Gestión Activa frente Gestión Pasiva: el auge de los fondos indexados

Active vs. Passive Portfolio Management: The rise of index funds

Realizado por el alumno D. Jose María Madrigal Pérez

Tutelado por la Profesora Dña. Laura Valdunciel Bustos

León, 14 de Julio de 2021

MODALIDAD DE DEFENSA PÚBLICA:

Tribunal Póster

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABLAS	2
ÍNDICE DE GRÁFICAS	2
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	2
1. RESUMEN.....	3
2. ABSTRACT.....	4
3. INTRODUCCIÓN	5
4. OBJETIVOS	6
5. FONDOS DE INVERSIÓN.....	7
5.1. Orígenes	7
5.2. ¿En qué consisten?	9
5.3. Características	9
5.4. Tipos.....	12
6. EFICIENCIA DEL MERCADO	13
6.1. Valor intrínseco vs. Precio	13
6.2. Hipótesis del mercado eficiente	14
7. LOS RIESGOS.....	16
7.1. ¿Qué es el riesgo? ¿Volatilidad? ¿El ratio de Sharpe?	16
7.1.2. ¿Qué es la volatilidad?	17
8. GESTIÓN ACTIVA Y GESTIÓN PASIVA	18
8.1. LA GESTIÓN ACTIVA	18
8.1.1. Puntos fuertes de la gestión activa	19
8.1.2. Puntos débiles de la gestión activa.....	20
8.2. LA GESTIÓN PASIVA O INDEXADA	21
8.2.1. Orígenes	21
8.2.2. Qué es.....	22
8.2.3. ¿Para qué sirven los índices?.....	23
8.2.4. ¿Quién crea los índices?.....	24
8.2.5. Tipos de índices.....	24
8.2.6. Puntos fuertes de la gestión pasiva.....	24
8.2.7. Puntos débiles de la gestión pasiva	26
9. FONDOS DE GESTIÓN ACTIVA VS. GESTIÓN PASIVA O INDEXADA	26
9.1. Comparativa fondos gestión activa de sociedades gestoras con fondos indexados.	27
9.2. Comparativa fondos gestión activa de entidades financieras con fondos indexados.	33
10. CONCLUSIONES	39
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	41

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Evolución de los Fondos de Inversión en España 1980-1990.....	8
Tabla 2. Fiscalidad fondos de inversión en España.....	11
Tabla 3. Fiscalidad fondos de inversión en Navarra	11
Tabla 4. Fiscalidad fondos de inversión en el País Vasco.....	12
Tabla 5. Datos y rentabilidades históricas del fondo activo Cobas Iberia.....	28
Tabla 6. Datos y rentabilidades históricas del fondo indexado Imantia IBEX 35.....	29
Tabla 7. Rentabilidad neta Cobas Iberia FI vs. Rentabilidad neta IBEX 35 FI.....	29
Tabla 8. Diferencia de rentabilidades Cobas vs. Imantia	30
Tabla 9. Ejemplo de resultado de la inversión de 10.000 euros en cada fondo.....	30
Tabla 10. Datos y rentabilidades históricas del fondo Bestinver Bolsa FI.....	31
Tabla 11. Rentabilidad neta Bestinver Bolsa FI vs. Rentabilidad neta Imantia IBEX 35 FI	31
Tabla 12. Diferencia de rentabilidades Bestinver vs. Imantia	32
Tabla 13. Ejemplo de resultado de una inversión de 10.000 euros en cada fondo.....	32
Tabla 14. Fondos indexados al IBEX 35 de entidades financieras	34
Tabla 15. Datos y rentabilidades históricas del fondo Santander Acciones Españolas A FI	35
Tabla 16. Datos y rentabilidades históricas del fondo Bankia Index España Universal FI.....	35
Tabla 17. Rentabilidad neta de los fondos Santander Acciones Españolas y Bankia Index	36
Tabla 18. Diferencia de rentabilidades Santander Acciones Españolas vs. Bankia Index	36
Tabla 19. Ejemplo de resultado de una inversión de 10.000 euros en cada fondo.....	36
Tabla 20. Datos y rentabilidades históricas del fondo Santander Acciones Españolas A FI	37
Tabla 21. Rentabilidad neta de los fondos BBVA Bolsa FI y Bankia Index	37
Tabla 22. Diferencia de rentabilidades Santander Acciones Españolas vs. Bankia Index	38

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1. Comparativa de patrimonio entre países más importantes 1988-1990.....	8
Gráfica 2. La volatilidad siguiendo una distribución normal	17

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Top 5 Gestoras de fondos del Mundo.....	23
---	----

1. RESUMEN

Desde los importantes cambios dentro del sector financiero, la búsqueda de una rentabilidad para los ahorros personales siempre ha tenido cierta incertidumbre. La supresión de los intereses de las cuentas corrientes tan solo por mantener los ahorros en la entidad ha hecho que los clientes se planteen otro tipo de activos de los cuales el producto por excelencia son los fondos de inversión. En este planteamiento entran en juego los *fondos de gestión activa* en los cuales siempre habrá un gestor detrás comercializando el producto y ganando una gran cantidad de dinero en comisiones, que pagará lógicamente el cliente y que repercutirán mucho sobre la rentabilidad final, así como el impacto de la inflación. Por lo que este tipo de gestión plantea dos preguntas: ¿Qué gestor lo hará mejor? ¿Será cuestión de suerte o de talento?

Estas preguntas tienen difícil respuesta y hay una alta probabilidad de errar en la toma de la decisión final a la hora de elegir uno de esos fondos de inversión. Por ello se plantea una alternativa: los *fondos de gestión pasiva*, que al no tener un gestor detrás al que hay que remunerar, las comisiones serán muy bajas por lo que la rentabilidad final del inversor sería mayor.

Palabras clave: fondos de inversión, gestión activa, gestión pasiva, rentabilidad, comisiones.

2. ABSTRACT

Since major changes within the financial sector, the pursuit of profitability for personal savings has always had some uncertainty. The abolition of interest from current accounts just by maintaining savings in the entity has caused clients to raise other types of assets of which the product par excellence is investment funds. In this approach come into play the active management funds in which there will always be a bank manager behind us selling the product and earning a lot of money in commissions, which will pay logically the client and that will have a great impact on the final return, as well as the impact of inflation. So this type of management poses two questions: Which manager will do it best? Will it be a matter of luck or talent?

These questions are difficult to answer and there is a high probability of erring in making the final decision when choosing one of those funds. That is why an alternative arises: passive management funds that, since they do not have a manager to be remunerated, commissions will be very low so that the investor's final return would be higher.

Keywords: investment funds, active management, passive management, profit-earnings, fees.

3. INTRODUCCIÓN

La gestión de activos en España siempre ha sido un sector monopolizado por los principales bancos españoles. Según INVERCO - Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones las principales gestoras de fondos de España pertenecen precisamente a los bancos más conocidos: Santander, BBVA, CaixaBank, Sabadell, Bankia y Bankinter). Estos representan un 70% de cuota de mercado por lo que se entiende que la competencia en este sector es reducida, pero esto fue debido a dos aspectos. En primer lugar, la concentración del sistema financiero español en el año 2008 debido a la crisis financiera que hizo que el número de entidades financieras se redujera significativamente. En segundo lugar, la capacidad del sector financiero español en realizar ventas cruzadas a sus clientes. Es por lo que esta situación en el mercado de gestión de activos no es buena ni interesante para el inversor particular español y a continuación observaremos por qué. Por una parte, según datos importados de Morningstar¹, en 2019, España se encuentra entre los 5 primeros países con las comisiones más caras en fondos de inversión (1,80% de media). Por otro lado, las gestoras españolas mencionadas anteriormente son las que peor rentabilidad arrojan a los inversores. Quizá el motivo de las elevadas comisiones sean los mecanismos empleados por los gestores además de la alta remuneración que reciben sin que se les exijan unos resultados mínimos ya que en el mundo de la inversiones nunca se podrán asegurar rentabilidades.

Es importante mencionar, aunque también se hará más adelante, que la mayor parte de los fondos de inversión de los bancos no logran batir a su índice de referencia y esto es muy importante ya que en algún caso como por ejemplo el de Europa, 80 de cada 100 fondos de inversión no logra batir al índice de referencia durante los años 2011-2016, en cambio si el rango de fechas se amplía entre los años 2006-2016 el resultado es aún peor ya que 90 de cada 100 fondos lo hacen peor que el índice. Esto es un gran problema para el inversor. (Ansejo Barra, 2020)

¹ Morningstar es el principal proveedor de análisis y evaluaciones de productos financieros en el que se encuentran todos los fondos de inversión, ETF y muchos más en los cuales se realiza un exhaustivo análisis con el único fin de ayudar al inversor a tomar decisiones.

4. OBJETIVOS

El principal objetivo de este documento será exponer de una forma clara y demostrada mediante estudios técnicos de analistas profesionales en primer lugar, la diferencia entre la gestión activa y le gestión pasiva respecto a las carteras de fondos de inversión, diferenciando claramente los fondos de inversión de gestión activa de gestoras particulares así como de entidades bancarias de los fondos de gestión pasiva o indexada existentes en el mundo y que, debido a la situación actual frente al COVID-19 que unido a la tendencia española de inversión que es más bien baja, ha requerido que el inversor particular tenga que recurrir a soluciones de inversión en estos productos mediante los cuales obtendrán una rentabilidad mayor a un menor coste, pero en el extranjero, concretamente a Estados Unidos o los países emergentes BRICS², entre otros.

Y en segundo lugar, la mejor rentabilidad que presenta la gestión pasiva frente a la gestión activa teniendo en cuenta la repercusión de las comisiones y costes ocultos de estas últimas, fruto del capital humano que se encuentra detrás de este tipo de gestión.

De esta forma se podría plantear la inversión de otra forma distinta a la que se concibe normalmente, dejándolo todo en manos de los bancos, por ejemplo, a gestionar el patrimonio o el ahorro de forma pasiva.

² Acrónimo de las cinco economías emergentes del mundo actualmente. (Garrido-Falla, 2015)

5. FONDOS DE INVERSIÓN

5.1. Orígenes

El primer fondo de inversión surge en 1868, en Londres, que recibió el nombre de “Foreign and Colonial Government Trust”, el cual prometía grandes ganancias sin apenas riesgo lo que parecía imposible o una posible estafa. Los inversores actuaron en consecuencia, alguno se lanzó a comprar participaciones y otros no. Finalmente el fondo pagó el cupón que prometió y es así como otros inversores particulares consiguieron confianza para adentrarse en estos instrumentos de inversión. Estos instrumentos se consideran por lo tanto de origen anglosajón y de hecho, tardaron bastante tiempo en llegar al resto de países. (Chambers & Esteves, 2013)

Pasaron 24 años hasta su aparición en EE. UU, un país con un gran tejido industrial y con grandes desarrollos económicos y financieros. En 1894 surge el fondo “Boston Personal Property Trust” que inicialmente invertía en activos inmobiliarios para posteriormente adentrarse en el mercado de valores. La aparición de este fondo marcó un antes y un después en la forma de invertir en EE.UU. (Chambers & Esteves, 2013)

A finales de los 50 surgen en España los primeros fondos de inversión, no obstante su expansión no se hace efectiva hasta una década más tarde, que junto con la crisis del petróleo de los 70 no tuvieron éxito alguno. Por ello se dice que el arranque de los fondos de inversión en España fue en 1990 cuando los mercados estaban en un proceso de madurez 20 años después de la crisis del petróleo que junto con una fuerte caída de la rentabilidad que ofrecían los depósitos entonces dio lugar a que los bancos ofertasen estos instrumentos. (García Vaquero, 1992)

Si bien la llegada de los fondos de inversión a otros países como EE.UU. u Holanda fue por mero desarrollo del propio país, en España se cree que la aparición de estos instrumentos surgió por el hecho de sus ventajas fiscales, que explicaremos en otro epígrafe. Este hecho ha provocado que los primeros fondos de inversión en España surgieran en 1990 para aprovecharse de los beneficios fiscales y de esta forma incentivar la inversión y hacer que este producto tuviera su auge. (García Vaquero, 1992)

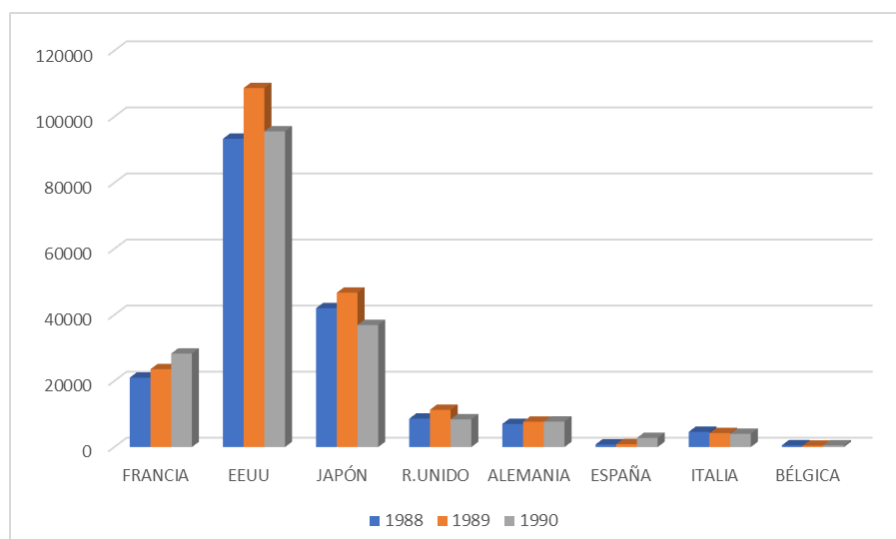
Tabla 1. Evolución de los Fondos de Inversión en España 1980-1990

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Número	23	30	59	105	175	212	268
Patrimonio (m.m.)	18	155	441	509	793	893	1.210
Participes (miles)	130	286	487	541	561	551	570
Patrimonio medio por partícipe (miles)	136	541	904	941	1.414	1.620	2.123
Promemoria: Patrimonio/PIB (%)	n.s.	0,5	1,3	1,4	2,0	2,0	2,4

Fuente: Víctor García Vaquero. Banco de España.

Este incremento está causado por la aparición de nuevas tendencias en la inversión como se ha comentado anteriormente aunque también cabe mencionar la aparición de nuevos instrumentos financieros que permitieron diversificar las carteras en aquellos años 80. (García Vaquero, 1992)

Ya es en 1991 cuando los fondos de inversión cobran aun mayor protagonismo por los mismos motivos expuestos anteriormente: la caída de los intereses de los depósitos bancarios junto un alto tipo de interés en el mercado monetario. España gozaba en aquel momento de un gran crecimiento en este tipo de instrumentos pero en realidad se encontraba muy por detrás de otros países más desarrollados. (García Vaquero, 1992)

Gráfica 1. Comparativa de patrimonio entre países más importantes 1988-1990

Fuente: Elaboración propia con datos de Víctor García Vaquero, Banco de España.

Observando la gráfica se puede confirmar lo mencionado anteriormente. El volumen de patrimonio gestionado en España es muy inferior respecto a países desarrollados como Japón y EE.UU. Lo verdaderamente interesante en el caso del país español es la relevancia con relación al PIB que supone un aumento de 3 puntos porcentuales en tan solo tres años llegando a suponer un 5% del PIB en 1990.

5.2. ¿En qué consisten?

Los fondos de inversión son Instituciones de Inversión Colectiva sin personalidad jurídica formados por las aportaciones (por ley como mínimo 3.000.000€) de los partícipes del fondo (por ley como mínimo tienen que ser 100). Estamos hablando concretamente de inversión colectiva, un tipo de inversión que junta dinero de muchos inversores para formar un producto financiero. En este caso, un fondo de inversión. (Faustino García, 2017)

Estos patrimonios son gestionados por profesionales que se encuentran en sociedades gestoras cuya función es tanto la de invertir el capital de acuerdo con unas determinadas políticas de inversión establecidas en el reglamento de cada fondo de inversión como realizar las labores de administración y representación y se encuentran custodiados en las entidades depositarias que son aquellas que custodian todo el patrimonio del fondo (efectivo, acciones, bonos, etc.) y actúa siempre en beneficio de los partícipes. (Faustino García, 2017)

El objetivo de los fondos de inversión es conseguir la mayor rentabilidad posible para el inversor que ha adquirido participaciones de dicho fondo compensando los riesgos de dicho fondo mediante una composición de activos adecuada dentro del mismo.

5.3. Características

Como se ha explicado anteriormente los fondos de inversión están formados por *participaciones* que se adquieren a través de las entidades que ofrecen los fondos que suelen ser tanto entidades bancarias en modalidad física y online como bróker online. La compra de participaciones desde el punto de vista del inversor se denomina *suscripción* y la venta de estas se denomina *reembolso*. (Faustino García, 2017)

Otro concepto importante es la *rentabilidad*. Partimos de la base de que en los fondos de inversión existe un precio por participación que recibe el nombre de *valor liquidativo*, que se calcula y que normalmente suelen ser acciones o bonos de diferentes tipologías. (Faustino García, 2017)

Para el cálculo de este valor es necesario dividir el patrimonio total del fondo de inversión por el número total de participaciones en circulación en ese momento. Por lo tanto, para conocer la rentabilidad del fondo se utilizará esta fórmula:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{(\text{Valor liquidativo final} - \text{Valor liquidativo inicial})}{\text{Valor liquidativo inicial}} \times 100$$

El patrimonio total del fondo puede aumentar o disminuir por dos motivos:

1. Por la entrada o salida de partícipes. Lo que hará que el número de participaciones en circulación aumente o disminuya.
2. El precio en el mercado de los activos que componen el fondo.

Todo producto de inversión posee unas *comisiones*, los fondos no iban a ser menos. Existe una comisión que se paga a cambio de recibir el servicio del profesional que gestiona el fondo y a mayores para pagar al banco que lo comercializa. Estas comisiones se cargan directamente sobre el valor liquidativo del fondo al final de cada día y en consecuencia, reducen la rentabilidad obtenida. También, concretamente los bancos, introducen unas comisiones que el fondo por sí solo no tiene, como son las comisiones de suscripción y reembolso, lo que reducen aún más la rentabilidad obtenida. Es por ello por lo que se debe de tener en cuenta las comisiones a la hora de elegir el fondo de inversión, un tema en el que indagaremos más adelante. (Faustino García, 2017)

Otro tipo de “comisión” es la inflación³. Esta comisión se va a pagar todos los años se quiera o no. Es una especie de “comisión invisible”. Puede ser desfavorable en caso de “inflación”, lo que quiere decir que el dinero tiene menos valor o bien, puede ser favorable en caso de “deflación”, es decir, el dinero tiene más valor que el año anterior.

³ **Inflación:** aumento generalizado de los precios. Equivale al IPC en España.

El *riesgo* de los fondos dependerá de los valores por los que esté compuesto. Por ello nace el concepto de *diversificación* que consiste en que la composición del fondo se considere activos de distinto tipo que permita reducir el riesgo de la inversión pero nunca eliminarlo. (Faustino García, 2017)

Para finalizar este apartado es necesario hablar de la *fiscalidad* de los fondos de inversión, razón por la cual muchos clientes eligen este tipo de instrumentos financieros. (Ruiz Campo & Mendoza Resco, 2011)

La peculiaridad de los fondos de inversión respecto a otros instrumentos financieros como por ejemplo, las acciones, es que hoy en día solamente se tributa en el momento de reembolso y solamente por las plusvalías, como es lógico. Estas plusvalías representan ganancias patrimoniales y figuran en la base imponible del ahorro en la que actualmente se tributa por tramos que son los siguientes:

Tabla 2. Fiscalidad fondos de inversión en España

PLUSVALÍAS	TIPO APLICABLE
Hasta 6.000€	19%
Entre 6.000€ y 50.000€	21%
Más de 50.000€	23%

Fuente: Elaboración propia (Datos: Agencia Tributaria)

No obstante la tributación de las plusvalía varía dependiendo de la Comunidad Autónoma a la que se pertenezca. Son los ejemplos de Navarra y País Vasco:

Tabla 3. Fiscalidad fondos de inversión en Navarra

PLUSVALÍAS	TIPO APLICABLE
Hasta 6.000€	20%
Entre 6.000€ y 24.000€	24%
Más de 24.000€	27%

Fuente: Elaboración propia (Datos: Agencia Tributaria)

Tabla 4. Fiscalidad fondos de inversión en el País Vasco

PLUSVALÍAS	TIPO APLICABLE
Hasta 2.500€	20%
Entre 2.500€ y 10.000	21%
Entre 10.000€ y 15.00	22%
Entre 15.000 y 30.000	23%
Más de 30.000€	25%

Fuente: Elaboración propia (Datos: Agencia Tributaria)

Como se puede observar la fiscalidad influye mucho en la rentabilidad final que se obtendrá de la inversión.

5.4. Tipos

Dependiendo del tipo de activos financieros en los que inviertan los diferentes gestores de los fondos de inversión se distinguen varios tipos:

Fondos monetarios

Aquellos que persiguen obtener la rentabilidad respecto a los tipos del mercado monetario vigentes. Pueden ser a largo y a corto plazo. Este tipo de fondos se utiliza para mantener la inversión ya que la exposición a renta variable es inexistente. Por lo tanto ante la ausencia de ese riesgo que proporcionan la renta variable, renta fija o materias primas unido a los tipos de interés negativos, la rentabilidad de estos fondos será muy baja o negativa. (Ruiz Campo & Mendoza Resco, 2011)

Fondos de renta fija

Cuando se habla de renta fija se habla de invertir en deuda (bonos) de un país o una empresa. Estos títulos son emitidos por los gobiernos y grandes corporaciones y tienen una expiración concreta. Normalmente se conoce a este tipo de fondos como fondos que nunca obtienen pérdidas aunque en algunos años sí que se puede incurrir en ellas. (Ruiz Campo & Mendoza Resco, 2011)

Fondos de renta variable

Estos fondos se caracterizan por tener un mínimo de inversión del 75% del capital total en renta variable, es decir, acciones. (Ruiz Campo & Mendoza Resco, 2011)

Fondos mixtos

Fondos que combinan inversiones en renta variable y renta fija en su composición. Existen fondos mixtos de renta fija en los que la exposición a la renta variable es de máximo el 30% y también existen fondos mixtos de renta variable compuestos por una exposición a la renta variable entre el 30% y el 75%. (Ruiz Campo & Mendoza Resco, 2011)

Fondos de gestión pasiva

La principal característica diferenciadora de estos fondos es que replican un índice bursátil, por ejemplo, el IBEX 35⁴. Por lo tanto carece de la figura del gestor profesional lo que abaratará los costes de este tipo de fondos. De aquí surgen los llamados “fondos indexados” En esta modalidad surgen los ETF’s.⁵ De estos fondos se hablará de forma más extensa en próximos apartados.

Fondos total o parcialmente garantizados

Como su propio nombre indica pueden asegurar, o no, la totalidad de la inversión inicial y suelen estar ligados a la evolución de un instrumento financiero (acción, índice, divisa, etc.) o aseguran un rendimiento fijo.

Por ejemplo, el garantizado “ABANCA 3 Valores 2023” está ligado a la evolución de tres valores del Ibex 35 hasta 2023, que son: Repsol, Inditex y Telefónica. ABANCA garantiza el 100% del capital aportado y un 1,75% anual si en la fecha de revisión las tres acciones son iguales o superiores a su valor inicial y otro 1,75% único si en las tres últimas fechas de observación ocurre lo mismo mencionado anteriormente.

6. EFICIENCIA DEL MERCADO

6.1. Valor intrínseco vs. Precio

El valor intrínseco es aquel que se obtiene mediante la realización de un análisis fundamental, que es un análisis exhaustivo de los estados financieros de los que se obtiene

⁴ Mercado de valores de referencia en España donde se encuentran las 35 empresas con mayor capitalización de la Bolsa de Madrid.

⁵ Fondos de inversión cotizados. Actúan de forma similar a una acción en cuanto operativa y fiscalidad.

un valor actual (el valor intrínseco) y se toman decisiones de compra y venta respecto al precio actual de dicho valor en el mercado. (Amor Tapia, 2020)

Lo interesante es que normalmente el valor intrínseco no coincide con el precio del valor en el mercado por lo que de esta manera se pueden encontrar oportunidades de inversión ya que si el valor intrínseco se encuentra por encima del precio de cotización puede ser un buen aliciente para comprar dicho valor y viceversa en el caso de la venta de este.

El valor intrínseco se puede calcular a través de 3 métodos por lo que se pueden encontrar variaciones en el resultado final dependiendo de la forma en la que se calcule:

1. Método de descuento de flujos de caja: actualizando los flujos de caja que generará dicho valor de cara al futuro.
2. Resultado de dividir el activo neto por el número de acciones en circulación.
3. Comparando el valor de otros valores correspondientes al mismo sector o mercado.

En resumen se puede decir que estas diferencias de valor-precio se deben a que los mercados son irracionales. Es por ello por lo que a continuación, se hablará de la hipótesis de mercado eficiente. (Amor Tapia, 2020)

6.2. Hipótesis del mercado eficiente

La eficiencia del mercado es un concepto muy importante a la hora de hablar de la gestión de carteras de fondos de inversión. En ella se dice que un mercado es completamente eficiente cuando los precios de los activos financieros reflejan absolutamente toda la información disponible en ese momento y que en consecuencia esos precios se ajustan de forma inmediata a medida que surge nueva información. (Duarte Duarte & Mascareñas Pérez-Iñigo, 2013)

Con esta hipótesis se elimina la posibilidad de que existan títulos o activos financieros infravalorados o sobrevalorados lo que dificultaría encontrar oportunidades de inversión reales en el mercado de valores. Además de esto, también se elimina la

existencia de un valor intrínseco frente al precio de las acciones lo que no permite tomar decisiones de compra o venta de los títulos analizados.

Es por ello por lo que la hipótesis de mercado eficiente da por hecho que los precios de los valores reflejan completamente la información disponible. Existen tres versiones de la hipótesis del mercado eficiente (EMH).

Nivel débil de la EMH: afirma que los precios de las acciones ya reflejan toda la información que se deriva del examen de los datos de negociación del mercado, tales como el histórico de los precios anteriores, el volumen de contratación o las posiciones a corto. Esta versión de la hipótesis implica que el análisis de tendencias es ineficaz. Los datos de los precios de las acciones anteriores están disponibles al público y prácticamente no cuesta nada obtenerlos. La hipótesis débil mantiene que si dichos datos transmiten señales fiables sobre el comportamiento futuro, todos los inversores habrían aprendido hace mucho a explotar esas señales, con lo que el resultado sería una variación inmediata del precio. Anula la utilización del análisis técnico para inversión. (Amor Tapia, 2020)

Nivel intermedio de la EMH: establece que toda la información disponible al público relacionada con las perspectivas de una empresa tiene que estar ya reflejada en el precio de la acción. Dicha información incluye, además de los precios anteriores, datos fundamentales sobre la línea de productos de la empresa, la calidad de la gestión, la composición del balance, las patentes que tiene, la previsión de ganancias, las prácticas contables, etc. Por lo que si un inversor tiene acceso a dicha información de fuentes públicas, se espera que esté reflejada en el precio de las acciones. Anula la utilización del análisis fundamental para inversión. (Amor Tapia, 2020)

Nivel fuerte de la EMH: El nivel fuerte de EMH establece que los precios de las acciones reflejan toda la información importante para la empresa, incluida aquella disponible sólo para los iniciados (insiders⁶) de la empresa. Esta versión de la hipótesis es bastante extrema. Algunas personas argumentarían que los directivos de las empresas tienen acceso a información relevante mucho antes de que le llegue al público, lo cual les permite beneficiarse al negociar con esa información y es por ello por lo que la mayor

⁶ Consejeros o grandes accionistas de una compañía que cuentan con información privilegiada y la utilizan para comprar y vender acciones de dicha compañía.

parte de la actividad de la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) en Estados Unidos y los organismos análogos en Europa y otros países (CNMV en España) se dirige a evitar que los insiders de las empresas se beneficien de la explotación de su situación privilegiada. (Amor Tapia, 2020)

7. LOS RIESGOS

Respecto a los riesgos, se dice que comparando dos inversiones de una duración aproximada de 10 años, la más rentable será la que posea un riesgo de mayor nivel ya que nadie podría estar dispuesto a invertir a cambio de menor rentabilidad y un mayor riesgo.

El riesgo puede estimarse utilizando herramientas estadísticas que se mencionarán en los próximos subapartado, qué, gracias a ellos se podrá conocer los riesgos que el inversor es capaz de asumir y minimizar aquellos que no podría soportar, a cambio, se puede estimar la rentabilidad de la inversión aproximadamente, realizando una correcta asignación de los activos para así evitar los acontecimientos negativos o al menos, ser conocedor de que pueden ocurrir.

7.1. ¿Qué es el riesgo? ¿Volatilidad? ¿El ratio de Sharpe?

Cuando se realiza una comparativa entre dos fondos en el que uno ha obtenido un 10% de rentabilidad y otro un 5% se da por hecho de que el primero de estos ha sido mejor inversión que el segundo. Esto no es del todo cierto, ya que a la hora de analizar la rentabilidad de una inversión se debe de tener en cuenta el riesgo a partes iguales. De modo que si el fondo 1 tenía el doble de riesgo que el fondo 2, la diferencia de rentabilidad estaría perfectamente justificada.

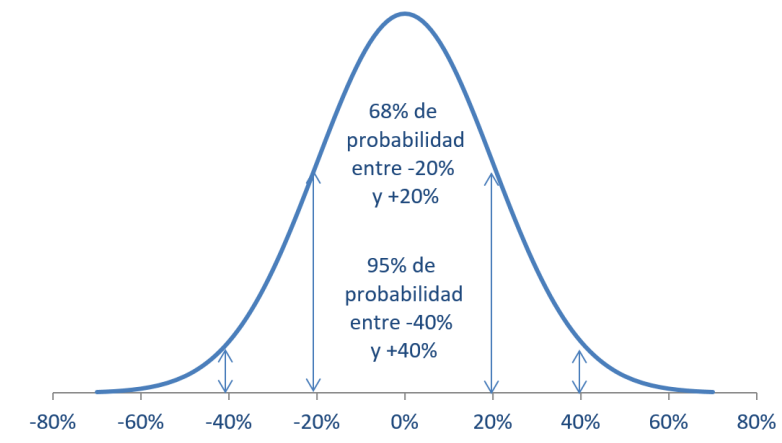
El ejemplo más representativo sería comparar la rentabilidad de un fondo indexado del IBEX 35 que ofrece dos veces la rentabilidad de ese índice, es decir, está apalancado con otro que ofrece la rentabilidad de un fondo indexado que invierte en el IBEX 35. Pues bien, si el IBEX 35 gana en ese año un 10%, el fondo apalancado ganará 20% ya que asume un mayor riesgo que el otro fondo indexado, debido a que en el caso de pérdida, también perdería el doble. De ahí la importancia de estimar el riesgo, que se puede hacer de diversas maneras, como por ejemplo, la volatilidad.

7.1.2. ¿Qué es la volatilidad?

La volatilidad en términos de finanzas es: «La inestabilidad de la rentabilidad de un activo». (Faustino García, 2017)

La volatilidad es una medida de dispersión de rentabilidades de un activo con respecto a su rentabilidad media y se expresa en términos anuales. “La rentabilidad de la bolsa se encuentra en un +20%”, por lo que la volatilidad de la bolsa gira en torno al +/- 20% anual. (Ansejo Barra, 2020)

Gráfica 2. La volatilidad siguiendo una distribución normal



Fuente: Indexa Capital

Este estudio realizado por Indexa Capital⁷ concluye que siguiendo una distribución normal de media 0 y siguiendo lo expuesto en el párrafo anterior el 68% de las comprobaciones anuales que se realicen respecto a la rentabilidad del mercado de valores será de +/-20% (volatilidad x1) y el 95% de las veces estará entre el +/-40% (volatilidad x2). También el 2,5% de las veces la rentabilidad del mercado de valores será +/-40%. Por último la gráfica concluye que en un activo cuya volatilidad sea un +/-20% observaremos en un número grande de veces que la rentabilidad sea entorno al 0% y el 68% de las veces será de +/-20%.

⁷ **Indexa Capital** es una plataforma de inversión automatizada en España que realiza estudios de rentabilidades de distintos tipos de activos.

Para concluir este apartado, la volatilidad es buena y necesaria tal y como expuso Paramés⁸ en una entrevista de la importante revista online FundsPeople «*Yo pongo una velita a mis santos favoritos para que aumente la volatilidad, cuanto más volatilidad a corto plazo más rentabilidad a largo plazo. Lo decía Warren Buffet: prefiero un 10% anual volátil que un 3% sin volatilidad*». (Paramés, 2011)

8. GESTIÓN ACTIVA Y GESTIÓN PASIVA

8.1. LA GESTIÓN ACTIVA

La gestión activa en los fondos de inversión deja inválida la hipótesis de la eficiencia del mercado por lo que los precios de los títulos no reflejan la información disponible para todos. Un gestor activo no debe creer en la hipótesis de la eficiencia de mercado en ninguna de sus tres versiones ya que su principal objetivo es encontrar la ineficiencia del mercado en forma de valores que se encuentran infravalorados y sobrevalorados con los cuales alcanzar un rendimiento superior para el inversor que varía dependiendo del riesgo que esté dispuesto a asumir.

Un gestor activo tiene como labor principal ejecutar técnicas de análisis macroeconómicas, análisis fundamental o análisis técnico con el único fin de batir al mercado índice que ha elegido como referencia (*benchmark*), obteniendo información bien de fuentes fiables, cálculos matemáticos, análisis de valores, etc., que le permitan tomar decisiones acertadas para elegir los valores infravalorados que tienden a subir y eliminar los valores sobrevalorados que tienden a bajar, para así superar la rentabilidad del índice que, será la rentabilidad de la gestión pasiva. Todo ello dependiendo del riesgo que el inversor pueda soportar o el tiempo que pretenda mantener la inversión bien sea a corto o largo plazo.

Para conocer si un gestor activo cumple con sus objetivos comparará sus resultados con los de un índice de referencia o *benchmark* previamente elegido conforme al riesgo y otros factores determinantes.

⁸ **Francisco García Paramés** es un inversor español que obtuvo rentabilidades 7 veces por encima del MSCI World en la gestora Bestinver, aunque actualmente fundó su propia gestora: Cobas Asset Management.

Los gestores activos recomiendan que para inversiones con un horizonte temporal reducido se recomienda utilizar estrategias de análisis técnico y para un horizonte temporal más amplio se recomienda utilizar el análisis macroeconómico y fundamental.

Para los gestores activos existen técnicas adicionales que podrá servirles para conseguir batir al índice. Por un lado el análisis Top-Down o de arriba hacia abajo y por otro el análisis Bottom-up o desde abajo hacia arriba.

Los partidarios del análisis Top-Down piensan que lo que mueve la bolsa a largo plazo son las principales variables macroeconómicas, puesto que la bolsa debe reflejar el comportamiento de la economía es decir, los analistas realizan un análisis del entorno macroeconómico para posteriormente analizar el sector donde invertirán y en último lugar obtener un valor intrínseco de la empresa elegida que les permita tomar una decisión respecto al precio actual del mercado. (Amor Tapia, 2020)

Por otro lado los partidarios del análisis Bottom-up optan por un proceso contrario al del análisis Top-Down. Comienzan por el análisis fundamental de la empresa basado en el tipo de inversión que el gestor desee realizar (valores baratos, PER bajo, grandes empresas en crecimiento, etc.) y en último lugar realizan el análisis macroeconómico que no tendrá mucha relevancia en sus decisiones. (Amor Tapia, 2020)

8.1.1. Puntos fuertes de la gestión activa

Riesgo

La capacidad del gestor activo de poder gestionar el riesgo de la cartera del cliente es un punto importante que en la mayoría de los casos tendrá una repercusión positiva en el resultado de la inversión. El estudio del mercado de los gestores les permite prever ciertas caídas en el mercado a través de diferentes medios (noticias, filtraciones, etc.) y de esta manera anticiparse a los acontecimientos mediante la realización de estrategias defensivas. También pueden modificar la composición de la cartera a su libre albedrío dependiendo de las características del mercado o de posibles cambios futuros en el mismo. Pueden diversificar la inversión del cliente de una manera rápida y eficaz. Estas acciones conllevan a la obtención de rentabilidades más bajas debido a la preocupación del gestor de mantener en todo momento el riesgo que el cliente puede soportar.

Analítica

El análisis macroeconómico, fundamental y técnico que realizan los gestores les permitirá obtener una importante información en la cual basarán sus decisiones de inversión en valores de forma activa, es decir, compran y venden cuando creen conveniente en base a sus análisis previos y después adquieren otros valores con el fin último de batir al mercado de referencia que sigan, de modo que si la estrategia utilizada no funciona, podrán modificarla.

Rentabilidad

Un buen gestor es capaz de obtener una rentabilidad superior a la del mercado (su benchmark). En esto incide el grado de acierto que tenga el gestor respecto a los valores elegidos ya que de esto dependerá la rentabilidad del fondo.

8.1.2. Puntos débiles de la gestión activa

Comisiones

Teniendo en cuenta los puntos fuertes mencionados con anterioridad, cabe mencionar que la ventaja de tener un gestor que, junto con un número determinado de analistas que utilizan un gran número de recursos para realizar su labor, además de necesitar una infraestructura determinada, hará que el coste del servicio sea mucho mayor, el cual, se repercutirá al cliente en forma de comisiones. Estas comisiones repercutirán sobre la rentabilidad final de la inversión. Estamos hablando de las *comisiones de gestión*, las cuales vienen explícitas en la información del fondo, pero no obstante, existen comisiones tales como los *costes de cambio de divisa* que son difícil de calcular. Además, por parte de los gestores bancarios también hay comisiones tales como las *comisiones de suscripción* y las *comisiones de reembolso* en las que el banco recibe una cantidad tanto cuando el cliente entra como cuando sale del mercado a través de un fondo.

Diversidad en la forma de gestión

Existen muchos fondos de inversión de gestión activa, casi tantos como formas de gestionar dichos fondos por cada gestor. La selección del fondo es crucial para el cliente ya está depositando la confianza no solo en el gestor, sino en el modelo de gestión que utilizará. Una mala gestión conllevará a unos malos resultados que en base al riesgo asumido y las comisiones soportadas podría haber sido preferible optar con la gestión pasiva en la mayoría de los casos.

Sincronización con el mercado

La sincronización con el mercado (*market timing*), es una de las técnicas que los gestores activos utilizan basada en la compra de valores antes de que su precio suba y venderlos antes de que el precio disminuya.

Elección

Es el punto más débil de la gestión activa. En la actualidad existen miles de fondos de inversión en España, por lo que es complicado elegir bien cual va a hacerlo bien. Para elegir normalmente se acude a la lista “top” de los fondos del año anterior y en consecuencia elegiremos el fondo de inversión mejor valorado. El problema que se presenta aquí, es que rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros y el fondo que en años previos lo hizo bien frente al mercado, puede que este año lo haga mal, y viceversa. Es por ello que acertar en la decisión de fondos de gestión activa es una tarea complicada para el inversor particular.

8.2. LA GESTIÓN PASIVA O INDEXADA

8.2.1. Orígenes

Para poder hablar del verdadero origen de la gestión pasiva hay que viajar hasta EE.UU. La aparición de esta gestión viene dada por una revelación contra la industria financiera, es decir, los bancos. La continua lucha de algunos inversores contra la actividad de los analistas y gestores de los bancos que a su parecer, creó mucha controversia en relación con los resultados obtenidos por los mismos en la gestión de las carteras de sus clientes.

A principios de la época de los 60 todos los fondos que existían en el mercado estadounidense, el famoso Wall Street, eran de gestión activa. Entonces fueron Edward Renshaw y Paul Feldstein los creadores de la primera sociedad de inversión no gestionada⁹, por supuesto sin éxito. Hasta que se con la aparición del Standard & Poor's 500¹⁰ se dieron cuenta de que pocos gestores activos eran capaz de batirlo.

⁹ Sociedad de gestión pasiva

¹⁰ Principal Índice bursátil de Estados Unidos

El pionero de la gestión indexada es Jhon C. Bogle, creador del primer fondo indexado al Standard & Poor's 500 en el año 1975. Impulsado por su compañía *The Vanguard Group*. El primer año del fondo tan solo consiguió 11 millones de dólares pero al año siguiente consiguió empujar al fondo indexado hacia el camino correcto llegando a los 500.000 millones de dólares gestionados en la actualidad, aproximadamente. (Clifton Bogle, 2016)

8.2.2. *Qué es*






En la gestión pasiva, al contrario que en la gestión activa, se cumple la hipótesis de eficiencia de mercado que nos explica que los precios reflejan toda la información existente. Este tipo de gestión trata de replicar un índice de referencia (*benchmark*) como por ejemplo en el caso de España, el IBEX 35, por lo que el resultado anual del fondo de inversión o indexado que se replica será el mismo resultado del índice que “persigue” menos los costes de gestión de este.

En el caso de replicar el IBEX 35 o cualquier otro fondo (S&P 500 o Nasdaq, entre otros). La gestora solamente tiene que ponderar de igual manera el capital disponible del fondo respecto al peso que tienen los valores que pertenecen al índice.

Se distinguen dos tipos de productos de gestión pasiva: fondos indexados o ETF (Exchange Traded Funds). La principal diferencia es la inclusión de los ETF en el mercado de valores, es decir, el precio de estos “fondos cotizados” fluctúa durante la sesión de bolsa del respectivo mercado en el que cotice y los fondos indexados son fondos que presentan un valor liquidativo diario resultante de las fluctuaciones de los valores realizadas a lo largo del día. (Faustino García, 2017)

Estos tipos de fondos de inversión se encuentran en auge debido a la poca confianza de los particulares respecto a los gestores activos después de las respectivas crisis. Actualmente las gestoras que ofrecen estos fondos son: Amundi, Vanguard, BlackRock, Pictet, Lyxor, Fidelity, etc. Estas gestoras ofrecen oportunidades de inversión a un bajo coste sin requerir de una inversión mínima de una gran cantidad.

Ilustración 1. Top 5 Gestoras de fondos del Mundo

			2019 €M	2018 €M
1	BLACKROCK	 ▼	5,251,217	5,315,409
2	VANGUARD ASSET MANAGEMENT	 ▲	4,257,211	4,090,010
3	STATE STREET GLOBAL ADVISORS	 ▼	2,196,822	2,316,533
4	FIDELITY INVESTMENTS	 ▲	2,096,550	2,003,270
5	BNY MELLON INVESTMENT MANAGEMENT	 ▼	1,498,208	1,585,920

Fuente: IPE

En la ilustración mostrada nos encontramos las 5 mayores gestoras del mundo en un ranking de 500 gestoras. Como podemos observar España no se encuentra entre ninguna de las primeras posiciones ya que la primera gestora española que nos encontramos en este ranking será *BBVA Asset Management* en el puesto 132, lo que quiere decir que hoy en día en España ante la fiscalidad existente que penaliza el ahorro junto con la mentalidad de los ciudadanos, no se puede decir que sea un mercado atractivo, no obstante pueden encontrarse oportunidades como en todos los mercados.

8.2.3. ¿Para qué sirven los índices?

Los índices fueron creados para resumir la evolución de un mercado concreto en un solo número. Existen muchos índices hoy en día como por ejemplo: Standard & Poor's 500, Dow Jones Industrial Average, IBEX 35, DAX, CAC, etc. Todos estos índices están ligados a los mercados de cada país (Aunque los dos primeros pertenecen ambos a EE. UU), de forma que si el IBEX 35 aumenta en un 1% es más cómodo que decir que acciones aumentan por separado, una a una.

En la actualidad, estos índices se utilizan para replicar el comportamiento del mercado, por lo tanto, en lugar de adquirir una cartera de acciones individuales del IBEX 35, se puede adquirir un fondo indexado al IBEX 35 para obtener la rentabilidad de ese mercado a un coste menor.

8.2.4. ¿Quién crea los índices?

Empresas especializadas en ello, como son Standard & Poors, MSCI o Dow Jones, o en el caso del IBEX 35, que su fondo indexado está calculado por el Comité Asesor Técnico del IBEX 35.

8.2.5. Tipos de índices

Ponderados por precio

La ponderación por precio tiene el símil de incluir una acción de cada empresa en un cartera con la particularidad de que según el precio que tenga pesará más o menos en la cartera, es decir, una acción que cueste 500 euros pesará cincuenta veces más que una acción que cueste 5. Para su cálculo se utiliza el promedio de todos los precios de la cartera.

Ponderado por capitalización

Incluir la capitalización total de cada empresa en la cartera de forma que las empresas con una capitalización más grande pesan más. En este tipo de índices, las empresas tienen un peso en el índice en función de su capitalización de mercado¹¹

Equiponderado

Equiponderar consiste en dar el mismo peso a todos los valores de la cartera independientemente de la capitalización de estos, ya que se basa en el movimiento del precio promedio de las acciones en el índice y para calcular el índice se considera la media aritmética de los rendimientos de los activos que lo componen. (Ansejo Barra, 2020)

8.2.6. Puntos fuertes de la gestión pasiva

Bajas comisiones

Las comisiones que ofrecen los productos gestionados de forma pasiva serán significativamente menores que las de la gestión activa. El motivo principal es que tanto los gastos destinados a remunerar la labor de los analistas que realizan las labores de análisis fundamental, técnico, macroeconómico como los gastos de tratar con gestores

¹¹ Resultado de multiplicar el precio de la acción por el número de acciones en circulación.

especializados, no existen. Ya que el objetivo de este tipo de inversión es replicar un índice y para ello el gestor (si es que lo tiene) solamente tendrá que ponderar el capital disponible en función de la ponderación de los valores del índice de referencia elegido, algo que a priori, es sencillo, además de poder ser realizado con un programa automático. Por ello es preciso decir que el resultado que el fondo experimentará será similar al del índice de referencia menos la comisión concreta y es por ello por lo que, a priori, la rentabilidad del fondo será mayor que la media respecto a los fondos de gestión activa. El inversor que se conforma con el rendimiento del índice escogerá esta opción de inversión.

Diversificación

Al adquirir un fondo indexado el inversor se adhiere a la composición del índice en su misma proporción. A mayor diversificación, menor riesgo, por lo que la tendencia del inversor a diversificarse es alta. Además existe la oportunidad de adquirir fondos indexados al mundo (MSCI World¹²) para tener una correcta diversificación con todos los mercados del mundo en ponderación con el tamaño de los principales mercados o también se podrá adquirir más de un fondo indexado de los países/sectores a los que quisiera adherirse, controlando el porcentaje de capital que se destinará a cada uno de ellos en base al 100% del capital disponible para invertir.

Sencillez

El producto de gestión pasiva es un producto sencillo, en el cual, el inversor es conocedor en todo momento del lugar en el que tiene invertido su capital y en el cual, para consultar en todo momento su rentabilidad tan solo bastará con observar la evolución del índice de referencia o benchmark. Esta claridad en la información permitirá al inversor tomar una decisión en base a la estrategia que pretenda seguir. La gestión pasiva proporciona una “tranquilidad” al inversor ya que el pago de las comisiones pertinentes del fondo tiene su justificación, a diferencia de las comisiones en los fondos de gestión activa que no siempre están debidamente justificadas debido a la dependencia de la actuación y la actitud del gestor o analistas.

¹² Morgan Stanley Capital Investments Inc. Se encarga de ponderar fondos de inversión, deuda e índices del mercados de valores.

8.2.7. Puntos débiles de la gestión pasiva

No hay gestión pasiva sin gestión activa

Esto quiere decir que en el caso de que todos los fondos de inversión fueran pasivos, la gestión activa no tendría sentido ya que los gestores o analistas no serían capaces de encontrar oportunidades realizando sus correspondientes estudios de mercado y análisis de valores. Por lo que si todas las personas invirtieran en fondos de gestión pasiva el mercado sería nulo.

El índice marca el camino

En esta modalidad de inversión el inversor dependerá totalmente del índice de referencia, es decir, si el índice sube el inversor gana y si el índice baja el inversor pierde. La clave estará en conocer bien el índice en el que invertimos y ponderarlo en función del riesgo que queramos asumir. (Por ejemplo: los mercados emergentes son más arriesgados que el mercado estadounidense, por lo que la exposición a estos mercados suele ser menor).

9. FONDOS DE GESTIÓN ACTIVA VS. GESTIÓN PASIVA O INDEXADA

Una vez finalizada la parte teórica, da comienzo la parte empírica del documento, a través de la cual podremos obtener evidencias lógicas y probadas acerca de la comparación de estos dos tipos de gestión: la gestión activa y la gestión pasiva que, como se ha comentado anteriormente son dos formas de gestionar el patrimonio distintas.

Se parte de un estudio realizado en España en el año 2016 titulado *Rendimiento de los Fondos de Gestión Indexada y Activa en España* en el que se lleva a cabo una comparativa de rentabilidades entre los fondos de gestión activa y los fondos indexados del país español en un horizonte temporal de 10 años para conocer qué gestión era más eficiente, es decir, obtenía más rentabilidad. (Iturrizaga Aranberri, Bartolomé Carreño, Martínez Sedano, & Ansejo Barra, 2016)

Dicho estudio concluyó en que la rentabilidad de los fondos de gestión activa españoles era muy inferior a la rentabilidad que se podía obtener directamente del

mercado a través de un fondo indexado. (Iturrizaga Aranberri, Bartolomé Carreño, Martínez Sedano, & Ansejo Barra, 2016)

En base a este estudio anterior se va a realizar un análisis de rentabilidades de los últimos cuatro ejercicios económicos, concretamente de 2017 a 2020 teniendo en cuenta que en este último los mercados se han visto afectados drásticamente por la pandemia de la COVID-19 y los resultados son un tanto inusuales.

En este estudio se han escogido cuatro fondos de inversión de gestión activa, dos de gestoras independientes y dos pertenecientes a entidades financieras que se compararán con dos fondos de gestión indexada, uno procedente de una gestora independiente y otro procedente de una entidad financiera.

Para el estudio se tendrán en cuenta fondos de gestión activa que inviertan en el mercado de valores español, actualmente existen alrededor de 80 fondos de este tipo (gestoras independientes y entidades financieras) y por ello se ha sintetizado el estudio se analizarán los fondos que mayor patrimonio gestionen ya que se entiende que son los fondos en los que el pequeño inversor español tiende a invertir.

9.1. Comparativa fondos gestión activa de sociedades gestoras con fondos indexados.

Al hablar de gestión activa, como se ha mencionado en diferentes ocasiones, hablamos de fondos gestionados por personas físicas y por ello siempre asociamos estos fondos con entidades financieras que los ofrecen como productos de inversión a sus clientes particulares o empresas.

No obstante nos encontramos con otras sociedades gestoras registradas adecuadamente¹³ como por ejemplo, Cobas Asset Management, Imantia Capital, Bestinver, Esfera Capital, entre otras, que poseen fondos de inversión propios gestionados

¹³ Toda sociedad gestora debe registrarse ante la CNMV para otorgar garantías al inversor y no ser denominado *chiringuito financiero*.

por gestores profesionales que tratan de buscar la ineficiencia del mercado a cambio de unas comisiones, como se ha reseñado en apartados previos y también fondos indexados.

A continuación se mostrará un análisis de las rentabilidades conseguidas por un fondo de inversión de estas sociedades gestoras que invierten en lo mismo y que cuentan, a mi juicio, con un volumen de capitalización alta a la vez que las comisiones que cobran y por ello son dignos de ser mencionados y comparados.

Los fondos a continuación mencionados invierten en el IBEX 35, por lo que su *benchmark* o índice de referencia será el mercado de valores español. También hay que mencionar que se han elegido fondos en función del patrimonio gestionado, escogiendo de los más altos ya que desde el punto de vista científico no tendría sentido escoger un fondo de inversión que carezca de inversores y por ello no poder obtener las conclusiones pertinentes respecto a la eficiencia de estos fondos en los que los clientes particulares realizan sus inversiones.

Respecto a la gestora Cobas Asset Management, gestionada por Francisco García Paramés, se ha seleccionado el fondo Cobas Iberia FI, siendo este el que más se asemeja al objetivo de esta evaluación de eficiencia. A continuación se muestran los datos del fondo y la rentabilidad histórica del mismo.

Tabla 5. Datos y rentabilidades históricas del fondo activo Cobas Iberia

Sociedad gestora	Cobas Asset Management
Fondo	Cobas Iberia FI - Clase C
Patrimonio	54.062.605,46 €
ISIN	ES0119184002
TER	1,80%

Rentabilidad histórica Cobas Iberia FI - Clase C	
2017	10,19%
2018	-14,11%
2019	6,56%
2020	-21,58%

Fuente: Elaboración propia con datos de Cobas

Por otro lado, se ha escogido en comparativa, un fondo indexado al IBEX 35 de la gestora Amantia Capital, denominado Amantia IBEX 35 FI.

Tabla 6. Datos y rentabilidades históricas del fondo indexado Imantia IBEX 35

Sociedad gestora	Imantia Capital
Fondo	Imantia IBEX 35 FI
Patrimonio	8.960.040,34 €
ISIN	ES0149051007
TER	0,35%
Rentabilidad histórica Amantia IBEX 35 FI	
2017	10,40%
2018	-11,97%
2019	15,89%
2020	-13,22%

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

Por último se comparan las rentabilidades netas (rentabilidad después de comisiones) de cada fondo.

Tabla 7. Rentabilidad neta Cobas Iberia FI vs. Rentabilidad neta IBEX 35 FI

Rentabilidad Neta Cobas Iberia FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,19%	1,80%	8,39%
2018	-14,11%	1,80%	-15,91%
2019	6,56%	1,80%	4,76%
2020	-21,58%	1,80%	-23,38%

Rentabilidad Neta Imantia IBEX 35 FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,40%	0,35%	10,05%
2018	-11,97%	0,35%	-12,32%
2019	15,89%	0,35%	15,54%
2020	-13,22%	0,35%	-13,57%

Fuente: Elaboración propia con datos de Cobas y Morningstar.

La diferencia es evidente. El fondo indexado se ha comportado mejor por sí mismo, sin ningún gestor particular, que el fondo de la gestora Cobas Asset Management.

Además de realizar un comentario de la diferencia neta de rentabilidades, también se expone un ejemplo de una inversión de 10.000 euros en ambos fondos y la diferencia de rentabilidad en euros.

Tabla 8. Diferencia de rentabilidades Cobas vs. Imantia

Diferencia rentabilidades			
Año	Rent. Neta Cobas	Rent. Neta Imantia IBEX	Diferencia
2017	8,39%	10,05%	-1,66%
2018	-15,91%	-12,32%	-3,59%
2019	4,76%	15,54%	-10,78%
2020	-23,38%	-13,57%	-9,81%
Anual	-6,54%	-0,08%	-6,46%

Fuente: Elaboración propia

La diferencia es elevada para poder justificar el pago de unas comisiones altas a cambio de no obtener una rentabilidad mayor que la que el mercado ofrece por sí misma. Respecto al fondo de Cobas, el cliente obtuvo una rentabilidad anualizada -6,54 puntos porcentuales que, el fondo indexado en cambio le proporciona un -0,08 puntos porcentuales y que, a pesar de ser ambas negativas la diferencia es bastante evidente (6,46 puntos porcentuales) y no justifica el pago de las comisiones del gestor.

Tabla 9. Ejemplo de resultado de la inversión de 10.000 euros en cada fondo

Diferencia rentabilidades netas en euros (Inversión: 10.000€)			
Año	Rendimiento COBAS	Rendimiento Imantia IBEX	Diferencia
2017	10.839,00 €	11.005,00 €	-166,00 €
2018	9.114,52 €	9.649,18 €	-534,67 €
2019	9.548,37 €	11.148,67 €	-1.600,30 €
2020	7.315,96 €	9.635,79 €	-2.319,84 €

Fuente: Elaboración propia

El rendimiento neto después de comisiones para una inversión de 10.000€ en cualquiera de los años mostrados, hubiere supuesto una mayor ganancia en los años con rentabilidades positivas o una menor pérdida en los años de rentabilidades negativas para el inversor si hubiese decidido “indexarse” a optar por la gestión activa.

Con lo cual, no se justifican las comisiones de 1,80 puntos porcentuales remuneradas a la sociedad gestora Cobas, que aunque, sean necesarias porque hay un gestor detrás que debe de recibir su salario independientemente de cómo se comporte su fondo de inversión, deberían de justificar un conocimiento humano suficiente como para ser capaz de batir al mercado.

La diferencia de comisiones respecto al fondo de gestión activa y el fondo indexado es de 1,55 puntos porcentuales, pero aun quedaría una comisión oculta que siempre hay que “pagar” se quiera o no, cuyo nombre es la *inflación*, el precio del dinero, que en España oscila en 2 puntos porcentuales anuales que hacen que nuestro dinero valga menos cada año, o lo que es lo mismo, que se compren menos cosas con el mismo dinero a medida que pasan los años. Dicho coste no ha sido incluido en la comparativa, pero también habría que tenerlo en cuenta.

A continuación se realizará otra comparación semejante a la anterior respecto a otro fondo importante en España de la sociedad gestora Bestinver, en este caso, el fondo que invierte en bolsa española es el denominado Bestinver Bolsa FI y se comparará con el fondo indexado mencionado anteriormente Imantia IBEX 35 FI.

Tabla 10. Datos y rentabilidades históricas del fondo Bestinver Bolsa FI

Sociedad gestora	Bestinver Gestión
Fondo	Bestinver Bolsa FI
Patrimonio	171.377.917,00 €
ISIN	ES0147622031
TER	1,82%

Rentabilidad histórica Bestinver Bolsa FI	
2017	10,40%
2018	-8,70%
2019	10,60%
2020	-14,10%

Fuente: Elaboración propia (Datos obtenidos de Bestinver)

Tabla 11. Rentabilidad neta Bestinver Bolsa FI vs. Rentabilidad neta Imantia IBEX 35 FI

Rentabilidad Neta Bestinver Bolsa FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,40%	1,82%	8,58%
2018	-8,70%	1,82%	-10,52%
2019	10,60%	1,82%	8,78%
2020	-14,10%	1,82%	-15,92%

Rentabilidad Neta Imantia IBEX 35 FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,40%	0,35%	10,05%
2018	-11,97%	0,35%	-12,32%
2019	15,89%	0,35%	15,54%
2020	-13,22%	0,35%	-13,57%

Fuente: Elaboración propia con datos de Bestinver y Morningstar

Tabla 12. Diferencia de rentabilidades Bestinver vs. Imantia

Diferencia rentabilidades			
Año	Rent. Neta Bestinver Bolsa	Rent. Neta Imantia IBEX	Diferencia
2017	8,58%	10,05%	-1,47%
2018	-10,52%	-12,32%	1,80%
2019	8,78%	15,54%	-6,76%
2020	-15,92%	-13,57%	-2,35%
Anual	-2,27%	-0,08%	-2,20%

Fuente: Elaboración propia

Ocurre lo mismo que en caso anterior con el fondo Cobas. La rentabilidad anual para el cliente será de -2,27% si elige el fondo de Bestinver respecto al -0,08% del fondo indexado. Lo que demuestra que no merece la pena pagar los servicios de un gestor que realizará una serie de análisis para gestionar el patrimonio del fondo.

Al igual que en el caso anterior un ejemplo ilustrativo de una inversión de 10.000€ en cada uno de estos fondos.

Tabla 13. Ejemplo de resultado de una inversión de 10.000 euros en cada fondo

Diferencia rentabilidades netas en euros (Inversión: 10.000€)			
Año	Rendimiento Bestinver Bolsa	Rendimiento Imantia IBEX	Diferencia
2017	10.858,00 €	11.005,00 €	-147,00 €
2018	9.715,74 €	9.649,18 €	66,55 €
2019	10.568,78 €	11.148,67 €	-579,89 €
2020	8.886,23 €	9.635,79 €	-749,56 €

Fuente: Elaboración propia

De nuevo, salvo en el año 2018, el comportamiento del fondo indexado ha sido superior al del fondo de gestión activa. En este caso el gestor del fondo de gestión activa de Bestinver, lo ha hecho mejor que el fondo de Cobas anteriormente analizado, pero no mejor que el fondo indexado que replica el mercado de forma automática.

Este tipo de fondos está enfocado a personas de una edad que oscila entre 25-50 años. Se puede acceder a ellos a través de alguna plataforma de fondos de inversión como puede ser My Investor¹⁴ o Inversis.

¹⁴ Neobanco que pertenece al banco con sede en Andorra, Andbank.

9.2. Comparativa fondos gestión activa de entidades financieras con fondos indexados.

Dentro de la gestión activa, se incluyen por supuesto los fondos de inversión de los bancos, los cuales se comercializan a través de publicidad masiva a inversores particulares o ahorradores, o bien a empresas, que depositan sus ahorros o realizan sus transacciones a través de dicho banco.

Este tipo de fondos de inversión son contratados por todo tipo de clientes, no existe un rango de edad determinado. El motivo de ello es la confianza que los inversores depositan en la entidad financiera con la que probablemente, lleven operando gran parte de su vida en la mayoría de los casos.

Estos fondos poseen condiciones muy estrictas y un gran número de comisiones que el cliente ha de hacer frente tanto a la hora de comprar, a la hora de mantener y a la hora de vender, estamos hablando de las comisiones de suscripción, depósito y reembolso, anteriormente mencionadas, que aunque puedan no recaer sobre el cliente si cumple unos determinados requisitos.

Las principales gestoras de Fondos en España son las que pertenecen a entidades financieras, es decir, a los bancos. Estas son: Bankia, BBVA, La Caixa, Banco Sabadell y Santander. Estas entidades ofrecen a sus clientes una gran variedad de fondos, incluidos los indexados, a través de su plataforma online o bien de manera presencial, eso sí, cada cliente cuenta con un gestor particular y en muchos casos cuentan con una atención 24/7 que va incluida en el precio de la comisión, o no.

Después de observar los distintos fondos de gestión activa de las entidades financieras se ha seleccionado el fondo cuyo mayor valor patrimonial dispone. El fondo pertenece al Banco Santander y es denominado “*Santander Acciones Españolas A FP*”, que cuenta con un mínimo de inversión de 500€ y unas comisiones que alcanzan los 2,36 puntos porcentuales, es gestionado por Jose Antonio Montero De Espinosa, gestor del Banco Santander desde el 2001, por lo que cuenta con una experiencia de algo más de 20 años, lo suficiente a priori, para poder soportar esa comisión. El fondo no posee comisiones de suscripción ni de reembolso.

Este fondo invierte en acciones españolas del mercado continuo español, es decir, el IBEX 35, por lo que lo compararemos con un fondo indexado al IBEX 35. La oferta de fondos indexados por parte de los bancos se ilustrará a continuación ordenada por comisiones totales (TER) de menor a mayor y teniendo en cuenta la inversión mínima como variables importantes para el análisis, ya que el caso a representar tiene que ser realista.

Tabla 14. Fondos indexados al IBEX 35 de entidades financieras

DENOMINACIÓN DEL FONDO	ISIN	TER	INVERSIÓN MÍNIMA
Caixabank Bolsa Índice España Institucional Plus	ES0138392008	0,14%	50.000.000 €
Santander Índice España I FI	ES0119203000	0,14%	50.000.000 €
Bankia Index España Universal FI	ES0158967036	1,01%	100 €
Santander Índice España B FI	ES0119203018	1,01%	300.000 €
Caixabank Bolsa Índice España Estándar FI	ES0138392032	1,04%	600 €
ING Direct Fondo Naranja Ibex 35 FI	ES0152741031	1,11%	Sin mínimo
Bankinter Futuro Ibex R FI	ES0114794037	1,11%	600 €
Santander Índice España Openbank FI	ES0119203034	1,11%	Sin mínimo
BBVA Bolsa Índice FI	ES0110182039	1,22%	600 €

Fuente: GestiónPasiva.com

Se observa que los fondos indexados de los bancos en general, tienen un coste alto para lo que suelen tener estos fondos (su coste oscila entre 0,15 y 0,35 en otras gestoras como Vanguard o Amundi, no obstante invertirían en otros mercados como el de EE.UU) a pesar de contar con una comisión sumamente baja en los dos primeros, podemos decir en su contra que la inversión mínima sería de 50 millones de euros el cual es un alto capital para un inversor particular y en su denominación aparecen las palabras “*Institutional Plus*” que se refiere a que es un fondo destinado a empresas inversoras, que si fuesen sociedades de inversión crearían cuentas omnibus¹⁵, para que el pequeño inversor pueda invertir en estos productos, pero no es el caso.

Es por ello, que en el ejemplo expuesto en el apartado anterior del análisis empírico se eligió el fondo de Imantia IBEX 35 FI ya que es el que cuenta con la mejor relación *comisiones-inversión mínima* con un 0,35 de comisiones totales y una inversión mínima de 10€. Cabe mencionar que no pertenece a una entidad financiera pero si a una gestora nacional, Imantia Capital, por lo que no aparece en este listado y por congruencia

¹⁵ Cuentas de valores en el que se aporta el capital necesario para invertir en un fondo para posteriormente el pequeño inversor pueda invertir a través de esa cuenta manteniendo su capital en la misma.

de lo que se quiere explicar en el análisis de rentabilidades, se escogerá en este caso un fondo de inversión indexado, con ISIN español, ofrecido por una entidad financiera.

El fondo que mejor relación *comisiones/inversión mínima* será el fondo de Bankia denominado “*Bankia Index España Universal FI*” que cuenta con una comisión de 1,01 puntos porcentuales y una inversión mínima de 100€. A continuación se analizarán las rentabilidades de cada uno de estos fondos y se realizará una comparativa.

Tabla 15. Datos y rentabilidades históricas del fondo Santander Acciones Españolas A FI

Sociedad gestora	Santander Asset Management
Fondo	Santander Acciones Españolas A FI
Patrimonio	106.690.000,00 €
ISIN	ES0138823036
TER	2,36%

Rentabilidad histórica Santander Acciones Españolas A FI	
2017	11,70%
2018	-10,30%
2019	7,60%
2020	-21,30%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Santander

Tabla 16. Datos y rentabilidades históricas del fondo Bankia Index España Universal FI

Sociedad gestora	Bankia Fondos
Fondo	Bankia Index España Universal
Patrimonio	50.693.571,00 €
ISIN	ES0158967036
TER	1,01%

Rentabilidad histórica Bankia Index España Universal	
2017	10,01%
2018	-12,61%
2019	15,30%
2020	-13,25%

Fuente: Elaboración propia con datos de Bankia

Tabla 17. Rentabilidad neta de los fondos Santander Acciones Españolas y Bankia Index

Rentabilidad Neta Santander Acciones Españolas			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	11,70%	2,36%	9,34%
2018	-10,30%	2,36%	-12,66%
2019	7,60%	2,36%	5,24%
2020	-21,30%	2,36%	-23,66%

Rentabilidad Neta Bankia Índice IBEX FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,01%	1,01%	9,00%
2018	-12,61%	1,01%	-13,62%
2019	15,30%	1,01%	14,29%
2020	-13,25%	1,01%	-14,26%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18. Diferencia de rentabilidades Santander Acciones Españolas vs. Bankia Index

Diferencia rentabilidades			
Año	Rent. Neta Santander	Rent. Neta Bankia Index	Diferencia
2017	9,34%	9,00%	0,34%
2018	-12,66%	-13,62%	0,96%
2019	5,24%	14,29%	-9,05%
2020	-23,66%	-14,26%	-9,40%
Anual	-5,44%	-1,15%	-4,29%

Fuente: Elaboración propia

En este caso, la diferencia es ligeramente menor que en los fondos de gestoras independientes, no obstante las comisiones son aún mayores ya que de esas comisiones no solo cobra el gestor/a del fondo sino que también obtiene una remuneración la entidad financiera por el servicio prestado y por eso mismo la comisión es aún mayor. Aun así la rentabilidad anual neta del inversor en los últimos 4 años será de -5,44 puntos porcentuales en el fondo activo Santander y de -1,15 puntos porcentuales en el fondo indexado de Bankia observando una diferencia de -4,29 puntos porcentuales en la inversión total.

Tabla 19. Ejemplo de resultado de una inversión de 10.000 euros en cada fondo

Diferencia rentabilidades netas en euros (Inversión: 10.000€)			
Año	Rendimiento Santander	Rendimiento Bankia Index	Diferencia
2017	10.934,00 €	10.900,00 €	34,00 €
2018	9.549,76 €	9.449,42 €	100,34 €
2019	10.050,16 €	10.799,74 €	-749,58 €
2020	7.622,13 €	8.459,96 €	-837,83 €

Fuente: Elaboración propia

Para concluir este análisis se analizará un fondo de inversión que pertenece a la mayor gestora de fondos de inversión española, BBVA Asset Management, en la que se seguirá la misma dinámica que en anteriores, para poder contrastar resultados correctamente. Concretamente se ha elegido un fondo que invierte la mayor parte de su patrimonio gestionado en renta variable española, es decir, empresas del IBEX 35 y cuya denominación es “*BBVA Bolsa FI*” y se enfrentará al fondo indexado elegido anteriormente “*Banca Index España Universal*”.

Tabla 20. Datos y rentabilidades históricas del fondo Santander Acciones Españolas A FI

Sociedad gestora	BBVA Asset Management
Fondo	BBVA Bolsa FI
Patrimonio	106.369.810,00 €
ISIN	ES0138861036
TER	2,60%

Rentabilidad histórica BBVA Bolsa FI	
2017	8,40%
2018	-13,60%
2019	9,50%
2020	-17,70%

Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA

Tabla 21. Rentabilidad neta de los fondos BBVA Bolsa FI y Bankia Index

Rentabilidad Neta BBVA Bolsa FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	8,40%	2,60%	5,80%
2018	-13,60%	2,60%	-16,20%
2019	9,50%	2,60%	6,90%
2020	-17,70%	2,60%	-20,30%

Rentabilidad Neta Bankia Índice IBEX FI			
Año	Rent.	Comisión	Rent. neta
2017	10,01%	1,01%	9,00%
2018	-12,61%	1,01%	-13,62%
2019	15,30%	1,01%	14,29%
2020	-13,25%	1,01%	-14,26%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 22. Diferencia de rentabilidades Santander Acciones Españolas vs. Bankia Index

Diferencia rentabilidades			
Año	Rent. Neta Santander	Rent. Neta Bankia Index	Diferencia
2017	5,80%	9,00%	-3,20%
2018	-16,20%	-13,62%	-2,58%
2019	6,90%	14,29%	-7,39%
2020	-20,30%	-14,26%	-6,04%
Anual	-5,95%	-1,15%	-4,80%

Fuente: Elaboración propia

De nuevo, siguiendo la tónica de los casos anteriormente mencionados, este fondo que cobra un 2,60% de gastos totales respecto de la inversión, obtiene unos resultados bastante negativos respecto al fondo indexado de bajo coste. El inversor en un horizonte temporal de 4 años conseguiría una rentabilidad anual neta de en torno a -6 puntos porcentuales respecto al -1,15 puntos porcentuales del fondo de inversión indexado, lo que supone una pérdida significativa de rentabilidad a pesar de pagar una gran cantidad de comisiones que suponen el conocimiento de los gestores que gestionan el fondo de inversión. En este caso, la diferencia es ligeramente menor que en los fondos de gestoras independientes, no obstante las comisiones son aún mayores ya que de esas comisiones no solo cobra el gestor/a del fondo sino que también obtiene una remuneración la entidad financiera por el servicio prestado y por eso mismo la comisión es aún mayor. Aun así la rentabilidad anual neta del inversor en los últimos 4 años será de -5,44 puntos porcentuales en el fondo activo Santander y de -1,15 puntos porcentuales en el fondo indexado de Bankia observando una diferencia de -4,29 puntos porcentuales en la inversión total.

10. CONCLUSIONES

Una vez finalizado el estudio realizado cabe mencionar que no se ha realizado de la totalidad de fondos de inversión de gestión activa que existen en España ya que sería una tarea que llevaría mucho tiempo, por ello se ha querido sintetizar escogiendo alguno de los fondos de inversión más importantes en España que cuentan con un gran patrimonio gestionado y que cumplan con el objetivo del trabajo que no es otro que demostrar que la gestión pasiva de bajo coste en la mayoría de las ocasiones arroja mayores ganancias o, en consecuencia, menores pérdidas, que un fondo de gestión activa que supone unos altos costes para el inversor a cambio de unos peores resultados.

Los resultados obtenidos concuerdan, con el estudio realizado por Indexa Capital en el año 2016 en el que se realiza un estudio más exhaustivo y en un horizonte temporal más amplio (2005-2016), en que los fondos de gestión activa son menos rentables que los fondos indexados o pasivos. Al igual que se realizó en el estudio previo de Indexa Capital, se han elegido fondos de inversión indexados “invertibles” ya que los fondos de referencia de los fondos de gestión activa no son invertibles por lo que existe una opción real de inversor por parte del inversor particular, lo que otorga un grado de efectividad extra en el trabajo realizado.

Lo cierto es que no todos los fondos activos se comportan de esta forma, sino que obtienen unos resultados buenos, pocos fondos lo hacen, en torno al 20% del total de fondos de gestión activa en España cuya totalidad en la categoría a la que nos hemos referido de “Renta Variable España” son como se ha mencionado anteriormente, alrededor de 80 fondos, es decir, solo 16 de ellos se comportan por encima de la rentabilidad del mercado.

Lo complicado para el inversor es elegir el fondo que va a hacerlo bien no solo en el año en curso sino también en años posteriores en los que se espera estar invertido, algo que lógicamente es muy difícil de prever. La mayoría de los inversores se rigen por los rankings de fondos de inversión del año anterior, normalmente de entre los 10 primeros fondos de inversión de ese ranking es en los que basan sus inversiones futuras, pero, rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras por lo que esos fondos que

han dado buena rentabilidad en ese año anterior no tienen por qué darla en el año posterior y por supuesto, viceversa.

He aquí el quid de la cuestión que se mencionó en la introducción del documento, ¿Hablamos de suerte o de talento de los gestores? Ya que a la hora de gestionar los fondos de inversión activos el obtener una rentabilidad mayor que la del mercado de referencia se basa en el uso de técnicas específicas, habilidades o conocimientos del gestor que posteriormente en el año siguiente podrá incurrir en pérdidas y se volverá a dudar de la efectividad de esa habilidad.

Por lo que la conclusión que se puede extraer en este análisis es que es difícil elegir bien el fondo ganador de cada año, aunque sí que es cierto que en el apartado fiscal en España existe la ventaja de poder traspasar fondos a otros fondos sin pasar por Hacienda, pero aun así, la probabilidad de no acertar sigue siendo la misma.

Para finalizar, comentar que la realidad es que en el año 2020, muchos fondos de gestión activa tanto española como en EE.UU han obtenido una rentabilidad muy baja derivada de la caída de los mercados y que, posteriormente han aprovechado en el año en curso (2021) debido a que han sacado partido de las oportunidades de inversión derivadas de la pandemia del COVID-19, por lo que realizar un análisis de los fondos de inversión de gestores activos de este año no reflejaría la realidad existente respecto a este tipo de fondos de inversión, aun así existen casos en los que los gestores tampoco han sabido hacerlo bien en esta situación en la que el mercado llegó a precios mínimos y no supieron identificar bien las oportunidades de inversión que ofreció el mismo. Es por ello por lo que el objeto de análisis ha sido hasta el 2020.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amor Tapia, B. (2020). *Fundamentos Teoría de la Inversión Financiera*. Universidad de León, Ciencias Económicas y Empresariales, León.
- Ansejo Barra, U. (2020). La irrupción de la gestión indexada en España. *Boletín de Estudios Económicos*, 79-97.
- Ansejo Barra, U. (2020). *Menos costes, más rentabilidad. Mi camino hacia la gestión indexada*. Madrid: Independently published.
- Ansejo Barra, U., Bartolomé Carreño, L. (2016) *Indexa Capital*. Obtenido de Falta de persistencia y rentabilidad de los fondos de inversión españoles (2006-2015): <https://indexacapital.com/bundles/uniaadvisor/docs/papers/Nota-Persistencia-Fondos-Espana-2006-2015.pdf>
- Ansejo Barra, U., Bartolomé Carreño, L. (2016) *Indexa Capital*. Obtenido de Rentabilidades de las Principales Gestoras de Fondos en España (2006-2015): <https://indexacapital.com/bundles/uniaadvisor/docs/papers/estudio-mayores-gestoras-fondos-espana-2006-2015.pdf>
- Chambers, D., & Esteves, R. (2013). The first global emerging markets investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880–1913. *Explorations in Economic History*.
- Clifton Bogle, J. (2017). *Cómo invertir en fondos de inversión con sentido común: Nuevos imperativos para el inversor inteligente (Value School)*. Deusto.
- Clifton Bogle, J. (2016). *El pequeño libro para invertir con sentido común*. Deusto.
- Duarte Duarte, J., & Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (2013). *La eficiencia de los mercados de valores: una revisión*.
- Faustino García, Á. (2012). *Todo lo que tu banco debería contarte antes de invertir*. Barcelona: Gestión 2000.
- Faustino García, Á. (2017). *Invertir tus ahorros y multiplicar tu dinero para Dummies*. Barcelona: CEAC.
- García Vaquero, V. (1992). *Los Fondos de Inversión en España* (Vol. Documento de trabajo nº 9202). España: Banco de España.
- Garrido-Falla, E. (2015). BRICS ¿Una realidad geopolítica? *Instituto Español de Estudios Estratégicos*, 1-3.
- González Urteaga, A. (2013). *Liquidez, volatilidad estocástica y saltos*. Santander: PubliCan.
- Graham, B. (2007). *El inversor inteligente*. Deusto
- Iturrizaga Aranberri, J., Bartolomé Carreño, L., Martínez Sedano, M., & Ansejo Barra, U. (Septiembre de 2016). *Indexa Capital*. Obtenido de Rendimiento de los Fondos de Gestión Indexada y Activa en España: <https://indexacapital.files.wordpress.com/2016/09/rendimiento-de-los-fondos-de-gestic3b3n-indexada-y-activa-en-espac3b1a-2006-2015-estudio3.pdf>

Pablo Fernández, Javier del Campo (2010), "Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2009", IESE Business School

Paramés, F. G. (26 de Febrero de 2011). De cerca con Francisco García Paramés. (F. Interviewer, Entrevistador)

Reñé, R. V., Ferruz Agudo, L., & Alda García, M. (2012). Análisis de los fondos de inversión y de pensiones en España: evolución y eficiencia en la gestión. *Contabilidad y negocios*, 33–42.

Ruiz Campo, S., & Mendoza Resco, C. (2011). *Los fondos de inversión en España : análisis de la tipología, técnicas de gestión y métodos de inversión*. Madrid: UAM Ediciones.