



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Economía

**¿Añade valor la gestión activa? Una
revisión de la literatura sobre
inversión**

Presentado por:

Juan José García Rojo

Tutelado por:

Luis Pablo de la Horra Ruiz

Valladolid, 07 de julio de 2023

RESUMEN

Este trabajo analiza si la gestión activa de los fondos de inversión añade valor en comparación con la gestión pasiva de los mismos. En concreto, estudiamos si el mayor coste asociado a los fondos de inversión de gestión activa se justifica a través de una mayor rentabilidad. Para ello, se lleva a cabo una revisión de la literatura sobre inversión financiera para tres áreas geográficas: España, Europa y Estados Unidos. Los resultados sugieren que, para estos tres territorios, los fondos de gestión pasiva obtienen rentabilidades superiores, aumentando esta diferencia conforme se amplía el horizonte temporal.

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

Códigos JEL: G11, G14, G15.

ABSTRACT

This study analyzes whether active management of investment funds adds value compared to passive management. Specifically, we examine whether the higher cost associated with actively managed investment funds is justified by higher returns. To do this, a literature review on financial investment is conducted for three geographic areas: Spain, Europe, and the United States. The results suggest that, for these three territories, passive management funds achieve higher returns, and this difference increases as the time horizon expands.

Keywords: active management, passive management, mutual funds.

Códigos JEL: G11, G14, G15.

ÍNDICE

1. Introducción.	1
2. ¿Qué son los fondos de inversión y qué tipos existen según su gestión?	1
2.1 Fondo de gestión activa.	3
2.2 Fondo de gestión pasiva.	4
3. Revisión de la literatura sobre inversión.	5
3.1 Fondos de inversión en España.	5
3.1.1 Período 1991-2009.	5
3.1.2 Período 2004-2019.	10
3.1.3 Período 2006-2021.	10
3.2 Fondos de inversión en Europa	12
3.3 Fondos de inversión en Estados Unidos.	14
4. Conclusiones.	23
5. Bibliografía.	24

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Comparación de la rentabilidad de los fondos de inversión en España con los bonos del Estado español y el IBEX 35 (2009).	6
Tabla 2. Rentabilidad histórica de los fondos de inversión y su diferencia con el benchmark (2009).	6
Tabla 3. Número de fondos y número de fondos con rentabilidades superiores al benchmark (2009).	8
Tabla 4. Comisiones explícitas de los fondos de inversión como porcentaje del patrimonio medio gestionado (TER) de los fondos de inversión (1992-2008)....	9
Tabla 5. Rentabilidad de los fondos de gestión activa europeos y comparación con el MSCI EU NR (2019).	12
Tabla 6. Rentabilidad de los fondos de gestión pasiva europeos y comparación con el MSCI EU NR (2019).	13
Tabla 7. Rentabilidades medias de los fondos de gestión pasiva del S&P 500 y de los fondos Morningstar 2-5 (2002).	14
Tabla 8. Rentabilidad de los fondos de gestión activa estadounidenses y comparación con el MSCI USA NR (2019).....	16
Tabla 9. Rentabilidad de los fondos de gestión pasiva estadounidenses y comparación con el MSCI USA NR (2019).....	18
Tabla 10. Porcentaje de fondos de gestión activa estadounidenses que no superan al S&P 500 (2020).	19

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Número de fondos Large-Cap estadounidenses que superan a su benchmark y exceso de rentabilidad del 25% más rentable (1990-2021).....	21
---	----

1. Introducción.

A la hora de ahorrar el dinero, las personas contamos con varias alternativas. Una de estas alternativas es invertir dichos ahorros en algún producto financiero, siendo uno de los más típicos los fondos de inversión. A su vez, existe un gran número de fondos de inversión, los cuales se pueden clasificar siguiendo diferentes criterios. En este trabajo, nos centramos en la clasificación según las diferentes formas de gestionar dichos fondos. Según este criterio, existen dos tipos de fondos de inversión: los fondos de gestión activa, los cuales varían su cartera de inversión con frecuencia según sus expectativas, y los fondos de gestión pasiva, los cuales replican a un índice de referencia.

El objeto de este trabajo es dilucidar si el mayor coste, en forma de mayores comisiones, que suponen los fondos de gestión activa trae consigo una mayor rentabilidad o si, por el contrario, obtienen una rentabilidad menor que sus índices de referencia. Si este fuese el caso, los inversores maximizarían su utilidad invirtiendo en fondos de gestión pasiva, cuyos costes totales son menores.

Para abordar esta cuestión, se va a realizar una revisión de la literatura de inversión. Además, se va a tratar de diferenciar entre distintas áreas geográficas como pueden ser Estados Unidos y Europa. Esta diferenciación se justifica por las diferencias existentes entre las diferentes áreas en lo que referido a sus respectivos sistemas financieros.

2. ¿Qué son los fondos de inversión y qué tipos existen según su gestión?

Los fondos de inversión son productos financieros que agrupan las aportaciones monetarias de diferentes inversores (denominados como partícipes), con la finalidad de que la entidad que se encargue de la gestión del patrimonio (denominada como sociedad gestora o, en el caso de la persona física, gestor) invierta en otros instrumentos financieros (acciones, valores de renta fija, derivados o una combinación de éstos). Por lo tanto, los fondos de inversión se consideran una Institución de Inversión Colectiva (IIC). La gran ventaja con la que cuentan es que, al agrupar el dinero de varios inversores, los

fondos de inversión tienen acceso a algunos mercados que resultarían imposible de acceder para los inversores individuales.

Es difícil situar el germen de los fondos de inversión, aunque su aparición podría datar del año 1774 en Holanda. Tras unas pérdidas enormes de numerosos inversores del país que habían invertido en las acciones de la empresa *English East India Company* dos años antes, Abraham van Ketwich (dueño de una de las oficinas de corretaje del país) decidió crear, en el verano de 1774, un fondo cuya cartera consistía en bonos de diferentes países (Rusia, Suecia y Dinamarca), así como bonos que aseguraban ingresos de peajes daneses y españoles. El objetivo de este fondo era diversificar la cartera de inversión para tratar de reducir el riesgo asociado. Este fondo se denominó “*Eendragt Maakt Magt*”, que traducido al español significa “La unión hace la fuerza”. El fondo aseguraba un dividendo anual del 4% y su vida útil era de 25 años, tras los cuales se realizaría la liquidación del mismo y se repartirían las plusvalías. Tras la buena acogida de este fondo, van Ketwich decidió crear un segundo fondo en el año 1779, denominado como “*Concordia Res Parvae Crescunt*” (“Las cosas pequeñas florecen en la concordia”), el cual contaba con una mayor flexibilidad en su política de inversión (Mon Alandete, 2020).

En cambio, otra serie de estudios no sitúan los primeros fondos de inversión hasta después de la creación de la ley *Joint Stocks Company Act* en 1862 en Gran Bretaña. Desde 1862 y hasta 1890, se produjo en Gran Bretaña un gran aumento del capital, que llevó al Estado a crear dicha ley, cuyo objetivo era favorecer la inversión. Este proceso, en el cual surgieron los “*Investment Trust*”, culminó con la creación en 1868 de la que, para algunos autores, es la primera Sociedad de Inversión Oficial, la “*Foreign and Colonial Government Trust*”. Tras esto, se popularizaron los fondos en dicha región (los ya mencionados “*Investment Trust*”), los cuales estaban especializados en renta fija, concretamente en bonos y obligaciones de alta rentabilidad de países extranjeros. Este aumento de la popularización de la inversión se vería frenado en 1890 debido a una crisis financiera surgida en Argentina, que afectó muy negativamente a las inversiones mencionadas anteriormente (Mon Alandete, 2020).

En Estados Unidos hay que remontarse hasta el año 1893, cuando se creó la entidad “*Boston Personal Property Trust*” cuya actividad se centraba en las inversiones inmobiliarias que fue derivando en los valores. En 1904 surgió la sociedad “*Railway and Light Securities Company*” que contaba con el apoyo del gobierno de los Estados Unidos, por lo que puede considerarse la primera Sociedad de Inversión Oficial (Aragoneses Miranda, 2019).

A nivel internacional, los fondos de inversión modernos se extendieron tras la finalización de la I Guerra Mundial en Estados Unidos, en torno a 1924, y en Francia en el año 1925; en Japón sobre 1941; y en nuestro país no llegarían hasta finales de los años 50 (Mon Alandete, 2020). A fecha de 11 de noviembre de 2022, en nuestro país podemos encontrar un total de 5.375 fondos de inversión (Banco de España (BdE), 2022). En Alemania, por contextualizar, este número es más del doble, con un total de 12.973 fondos de inversión (Banco de España (BdE), 2022).

Con relación al tipo de activos y sus proporciones que componen la cartera de un fondo, se pueden encontrar fondos de inversión muy diversos entre sí. Es por esto que, en función de diferentes criterios, se pueden clasificar los fondos de inversión. Por ejemplo, los fondos de inversión se pueden clasificar según su nivel de riesgo, de manera que, en una escala homogeneizada, comprendida entre el 1 y el 6, se clasificarían los fondos de inversión en relación a las inversiones cometidas en su cartera de inversión, siendo el nivel más bajo de riesgo el 1 y el más alto el 6. Sin embargo, el objeto de estudio de este trabajo se centra en la diferenciación de los fondos de inversión según la forma en que se gestionan dichos fondos. Por lo tanto, según este criterio, nos podemos encontrar los fondos de inversión de gestión activa y los fondos de inversión de gestión pasiva.

2.1 Fondos de gestión activa

Un fondo de inversión de gestión activa es un fondo de inversión en el que la sociedad gestora, en su búsqueda de maximizar la rentabilidad o minimizar el riesgo, cambia con frecuencia la combinación de los activos en los que invierte. Su objetivo principal es obtener una rentabilidad mayor que el *benchmark*, que no es más que el índice de referencia con el que se compara la rentabilidad de

la inversión. Es decir, la finalidad de los fondos de gestión activa es obtener una rentabilidad mayor que la rentabilidad del índice de referencia con el que se compara, el *benchmark*. Para ello, la sociedad gestora, o el gestor, varía la cartera de inversión, buscando activos que considere que pueden ofrecer una rentabilidad mayor que la media, basándose en el análisis técnico, el análisis fundamental, el análisis macroeconómico, etc. Es por esto que, su mayor ventaja, es la flexibilidad que tiene a la hora de operar en el mercado. A su vez, la gestión activa de los fondos de inversión implica unas mayores comisiones fruto del tiempo dedicado por parte del gestor al estudio del mercado, lo cual representa una desventaja.

2.2 Fondo de gestión pasiva

Por otra parte, se encuentran los fondos de inversión de gestión pasiva, los cuales se limitan a imitar al *benchmark*. Por lo tanto, al tratarse de una réplica del índice de referencia, la rentabilidad será prácticamente la misma que la del índice. Dicha réplica se puede conseguir mediante tres formas: la réplica física, que consiste en la compra de todos los activos del índice de referencia en la misma proporción; la réplica por muestreo, que consiste en la compra de una parte de los activos del *benchmark* (generalmente los más representativos) para obtener una rentabilidad similar y reducir las comisiones (se suele utilizar cuando el índice de referencia está compuesto por muchos valores, y su rentabilidad, aunque en escasa proporción, es la que más difiere de la del *benchmark*); y, por último, la réplica sintética, la cual consiste en adquirir otro instrumento financiero (como pueden ser los swaps, los futuros y los ETF) que garantice la misma rentabilidad que el índice. Cabe destacar que, independientemente de la forma que se decida realizar la réplica, la rentabilidad de los fondos de gestión activa nunca va a ser exactamente la misma que la del índice de referencia debido a las comisiones en la operativa. Por lo tanto, cuanto menor sean estas comisiones, mayor similitud habrá entre la rentabilidad del fondo y del *benchmark*. Sus ventajas son que cuenta con unas comisiones menores que las de los fondos de gestión activa, y que garantiza al inversor obtener la misma rentabilidad que la del índice de referencia. En cuanto a sus inconvenientes, destaca la poca flexibilidad en la operativa, lo cual no permite ajustar el nivel de riesgo del fondo al deseado.

En resumen, mientras que los fondos de inversión de gestión activa cuentan con unas comisiones mayores y aspiran a obtener una rentabilidad superior a la del mercado, los fondos de inversión de gestión pasiva tienen unas comisiones mucho menores y garantizan obtener una rentabilidad prácticamente igual a la del mercado. Esta información puede suscitar la duda de pensar qué conviene más a los inversores a la hora de elegir entre un fondo y otro, para lo cual, en el siguiente epígrafe, se va a realizar una revisión de la literatura sobre inversión, con la finalidad de analizar su punto de vista.

3. Revisión de la literatura sobre inversión

Para comparar el desempeño de los fondos de gestión activa con los de gestión pasiva en términos de rentabilidad y costes, se va a realizar una revisión de la literatura sobre inversión. Esta revisión se va a tratar de realizar, en la medida de lo posible, diferenciando entre las diversas áreas geográficas debido a las diferencias existentes entre sus respectivos sistemas financieros. Para ello, las áreas geográficas sobre las que se va a realizar dicha revisión de la literatura van a ser Norteamérica y Europa, centrándose principalmente en España. De esta manera, se puede realizar, además, una comparación entre estas zonas.

3.1 Fondos de inversión en España

Se va a comenzar la revisión con la literatura y los datos de nuestro país. Por lo tanto, para el caso de nuestro país, vamos a diferenciar entre tres períodos temporales: el período comprendido entre 1991-2009 (ya iniciada la gran crisis financiera), el período 2004-2019 (justo antes de la crisis provocada por la Covid-19) y el período 2006-2021 (ya superada la crisis de la Covid-19).

3.1.1 Período 1991-2009.

Por contextualizar, en el primer período, el cual comprende los años entre 1991 y 2009, la rentabilidad media de los fondos de inversión (en los 3, 5 y 10 años anteriores) fue inferior a la rentabilidad proporcionada por los bonos del Estado a cualquier plazo (se podría considerar como el activo libre de riesgo) y a la inflación (Fernández & del Campo, 2010).

Tabla 1. Comparación de la rentabilidad de los fondos de inversión en España con los bonos del Estado español y el IBEX 35 (2009).

	Rentabilidad anual media del período que termina en diciembre de 2009			
	3 años	5 años	10 años	15 años
Fondos de inversión (fuente: Inverco)	0,51%	2,23%	0,85%	3,09%
Inflación	2,1%	2,5%	2,9%	2,8%
Inversión en bonos del Estado español:				
1 día	2,8%	2,6%	2,9%	3,9%
1 año	4,0%	3,2%	3,4%	4,5%
3 años	5,8%	4,1%	4,8%	6,7%
10 años	5,2%	4,2%	6,3%	9,3%
Inversión en bolsa española:				
ITBM	-2,3%	10,5%	6,4%	14,3%
IBEX 35 (con dividendos)	-0,9%	10,0%	3,5%	12,9%
IBEX 35 con igual ponderación*	-6,4%	7,9%	7,7%	13,8%
Top 30 DIV ponderado*	4,3%	16,5%	14,6%	21,8%
Top 30 Book/P ponderado*	-9,8%	10,7%	13,5%	20,9%

Fuente: Fernández & del Campo (2010).

Tabla 2. Rentabilidad histórica de los fondos de inversión y su diferencia con el benchmark (2009).

Rentabilidades anuales medias	Patrimonio (millardos)		Rentabilidad histórica participes, hasta 2009, en porcentaje (Inverco)				Rentabilidad diferencial histórica, en porcentaje - benchmark				
	1991	2009	3 años	5 años	10 años	1 años	3 años	5 años	10 años	15 años	
RENTA FIJA	C/plazo	15,53	67,6	1,9	1,8	2,1	3,0	-1,3	-1,1	-1,0	-1,1
	L/plazo	4,85	8,7	2,6	2,0	2,8	3,9	-2,9	-2,1	-2,7	-4,1
	Mixta	1,30	5,7	0,7	2,3	1,6	4,3	-3,9	-4,4	-4,9	-5,9
Renta variable	Mixta	0,42	2,8	-2,7	3,0	-0,2	5,5	-4,1	-6,8	-7,1	-7,6
	Nacional	0,12	3,0	-4,0	7,0	1,7	9,2	-1,7	-3,5	-4,6	-5,1
Internacional	Renta fija	0,26	1,4	1,1	1,3	1,7	3,7	-3,8	-2,7	-2,3	-3,1
	R. fija mixta	0,47	2,8	-0,8	1,1	0,3	3,7	-3,8	-3,7	-3,3	-4,1
	R. variable mixta	0,05	1,1	-2,6	1,7	-1,6	4,3	-0,6	-3,5	-3,4	-4,3
	Variable euro	0,10	3,2	-7,1	2,9	-3,1	6,1	-4,0	-6,4	-7,9	-7,3
	Variable Europa	0,01	1,6	-9,9	1,1	-4,4	5,1	-6,7	-8,2	-9,1	-8,2
	Variable Estados Unidos	0,01	0,7	-8,5	-2,4	-6,9	2,7	-0,1	-1,6	-2,4	-4,4
	Variable Japón	0,00	0,2	-16,1	-5,0	-10,4	-1,8	-3,6	-2,6	-2,9	1,0
	Variable emergentes	0,01	1,1	-0,9	12,8	5,1	9,3	-3,5	-1,5	-1,2	-0,3
	Variable resto	0,01	2,3	-6,7	1,5	-6,9	3,4	-3,9	-6,8	-10,0	-8,1
	Globales	0,09	14,7	-0,9	1,4	-1,3	5,2	-3,5	-4,8	-5,1	-3,4
Garantizados	R. fija		20,6	3,2	2,5	2,9		-1,7	-1,2	-1,2	
	R. variable		25,3	1,0	2,3	1,8		-2,2	-3,6	-2,3	
TOTAL FONDOS		23,2	162,6	0,51	2,23	0,85	3,09	-1,7	-2,5	-2,8	-2,9

Fuente: Fernández & del Campo (2010).

Como se puede observar en la tabla 1, en este período, a excepción de los últimos 3 años, para los últimos 5, 10 y 15 años, la rentabilidad media anual de los fondos de inversión se encuentra muy por debajo de la rentabilidad ofrecida por el IBEX 35, el cual se puede considerar el *benchmark*. Cuanto más se retrocede en el tiempo, mayor es la diferencia entre la rentabilidad media anual de ambos, alcanzando la diferencia más alta cuando se tienen en cuenta los últimos 15 años (el IBEX 35 obtuvo un 12,9% mientras que los fondos de

inversión un 3,09%). A su vez, para el período 2007-2009, los fondos de inversión batieron al *benchmark* (obtuvieron un 0,51% y el IBEX 35 un -0,9%), lo cual es debido a la gran crisis financiera que tuvo lugar en este período temporal, que condujo al IBEX 35 a obtener rentabilidades medias anuales negativas.

Aunque no sea el principal objeto de estudio de este trabajo la diferenciación entre los diferentes tipos de fondos de inversión, en la tabla 2 se puede visualizar la rentabilidad media anual de las diferentes modalidades de fondos de inversión, así como la diferencia de cada una de las categorías con respecto a su *benchmark*. Para el análisis de esta tabla, cabe destacar que el *benchmark* de cada tipo de fondo es diferente. Un ejemplo podría ser que la renta fija a corto plazo se compare con la rentabilidad de las letras del Banco de España (BdE) a un año, mientras que la renta variable nacional tiene como *benchmark* el Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) (Fernández & del Campo, 2010).

Es llamativo como todas las modalidades de fondos de inversión han obtenido rentabilidades medias anuales menores que sus *benchmarks* para todos los períodos analizados en la tabla (3, 5, 10 y 15 años). En toda la tabla de diferenciales, solamente se puede encontrar una excepción, en la categoría de Renta Variable en Japón en el período comprendido entre 1994 y 2009, en donde los fondos de inversión pertenecientes a esta categoría obtuvieron una rentabilidad media anual un 1% superior a su *benchmark*. En concordancia con lo mencionado sobre la tabla 1, la tabla 2 nos muestra como, a medida que se tiene en cuenta más tiempo, la diferencia de rentabilidades medias anuales entre los fondos de inversión (teniendo en cuenta la media ponderados de todos) es mayor, siendo de un -2,9% para los últimos 15 años desde el 2009 y de un -1,7% para los últimos 3 años.

Tabla 3. Número de fondos y número de fondos con rentabilidades superiores al *benchmark* (2009).

		Número de fondos en dic. 2009	Número de fondos en el periodo hasta 2009 con antigüedad de:				Número de fondos con rentabilidad histórica superior al <i>benchmark</i>			
			3 años	5 años	10 años	15 años	3 años	5 años	10 años	15 años
RENTA FIJA	C/plazo	382	309	289	216	125	25	11	5	5
	L/plazo	132	111	96	73	39	2	2	0	0
	Mixta	110	107	103	89	39	0	0	0	0
Renta variable	Mixta	117	113	111	93	37	5	0	1	0
	Nacional	94	88	80	59	25	21	4	2	0
Internacional	Renta fija	50	46	37	25	15	1	1	1	0
	R. fija mixta	55	48	41	27	9	3	1	0	0
	R. variable mixta	50	47	43	24	6	17	2	2	0
	Variable euro	104	94	85	56	13	6	1	5	1
	Variable Europa	44	40	34	22	3	2	1	2	0
	Variable Estados Unidos	30	30	28	11	1	7	5	1	0
	Variable Japón	18	17	15	7	0	2	1	2	
	Variable emergentes	44	43	32	10	1	12	7	4	1
	Variable resto	102	89	87	51	4	8	1	2	0
	Globales	472	328	241	122	41	25	19	10	1
Garantizados	R. fija	243	154	103	53	4	3	4	1	1
	R. variable	539	446	315	179	6	63	20	6	1
TOTAL FONDOS		2.586	2.110	1.740	1.117	368	202	80	44	10

Fuente: Fernández & del Campo (2010).

Para tener otra perspectiva acerca de las diferencias entre las diversas modalidades de fondos de inversión, la tabla 3 muestra el número de fondos que obtuvieron una rentabilidad media anual superior al *benchmark*. Cabe destacar que, para el período 1994-2009, en la mayoría de modalidades, ningún fondo de inversión obtuvo una rentabilidad superior a su *benchmark*, y para el resto de modalidades, solamente un fondo de inversión por cada una consiguió batirlo (a excepción de la modalidad de renta fija a corto plazo, en donde cinco fondos de inversión lo consiguieron). Se puede ver cómo, al tratarse de períodos más cortos y cercanos a 2009, el número de fondos de inversión que batieron a sus *benchmarks* es mayor, lo cual es coherente con lo mencionado sobre las tablas 3.1 y 3.2, en donde se mencionaba que, para este período, cada vez es menor la diferencia entre los fondos de inversión y el *benchmark*. De los 2.586 fondos de inversión expuestos en la tabla, solamente 10 (a falta de los fondos de inversión españoles catalogados como Renta Variable de Japón, para los cuales no hay datos) obtuvieron rentabilidades medias anuales superiores al *benchmark* para los 15 años anteriores al 2009, lo cual representa un 0,39%. Este porcentaje es mucho menor que el 7,81% obtenido en el período 2007-2009, en donde 202 fondos de inversión batieron al *benchmark*. No obstante, los fondos de inversión superiores al *benchmark* representan una ínfima parte del total de fondos analizados para estos períodos.

Tabla 4. Comisiones explícitas de los fondos de inversión como porcentaje del patrimonio medio gestionado (TER) de los fondos de inversión (1992-2008).

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007	2008
RENDA FIJA	C/Plazo															0,74%	0,52%	0,39%
	L/Plazo															1,20%	0,86%	0,61%
	Mixta															1,39%	1,08%	0,74%
Renta variable	Mixta															1,91%	1,36%	0,85%
	Nacional															1,96%	1,40%	0,98%
Internacionales	Renta fija															1,29%	0,76%	0,63%
	R. fija mixta															1,42%	1,00%	0,63%
	R. variable mixta															1,65%	1,21%	0,74%
	Variableeuro															2,00%	1,45%	1,00%
	Variable Europa															2,20%	1,55%	1,00%
	VariableEstados Unidos															1,75%	1,16%	0,94%
	Variable Japón															1,98%	1,51%	0,93%
	Variableemergentes															2,31%	1,92%	0,95%
	Variableresto															2,07%	1,50%	0,90%
Garantizados	Globales															1,37%	1,00%	0,66%
	R. fija															0,79%	0,55%	0,38%
	R. variable															1,46%	1,11%	0,66%
TOTAL FONDOS																1,21%	0,85%	0,67%
Cuadro 1.7**	TOTAL FONDOS					1,55%	1,66%					1,33%	1,21%	1,21%	1,20%	1,17%		
Cuadro 2.6**	TOTAL FIM		1,80%	1,84%	1,79%	1,75%	1,66%	1,60%	1,68%	1,62%	1,54%	1,42%	1,31%	1,29%	1,27%	1,31%		
Cuadro 3.6**	TOTAL FIAMM		1,39%	1,39%	1,27%	1,36%	1,34%	1,24%	1,31%	1,17%	1,06%	1,04%	1,02%	0,99%	0,96%	0,45%		
Cuadro 5.7**	TOTAL garantizados															1,31%	1,33%	1,43%

Fuente: Fernández & del Campo (2010).

En la tabla 4 se puede observar las comisiones cobradas por los fondos de inversión de gestión activa, representadas dichas comisiones como un porcentaje sobre el total del patrimonio medio gestionado (TER) de dichos fondos. Mientras que las comisiones de los fondos de inversión que invierten en renta fija son menores, las comisiones mayores se pueden observar en aquellos fondos que invierten en renta variable, especialmente en países extranjeros. A su vez, se puede apreciar como las comisiones, para el período comprendido entre 1993 y 2008, van disminuyendo, alcanzando sus valores más bajos en el año 2008, lo cual sea, muy probablemente, consecuencia de la crisis financiera iniciada en 2007 y que llevó a una disminución muy numerosa de la inversión llevada a cabo por los diferentes agentes de la economía.

Por lo tanto, para el período 1991-2009 se puede concluir que, aunque los fondos de inversión mayoritariamente no fueron capaces de obtener rentabilidades medias anuales superiores a sus *benchmarks*, estas diferencias se han ido reduciendo con el paso del tiempo, así como las comisiones y gastos de gestión de dichos fondos. Además, algunos estudios de otros autores mencionados en el artículo de Fernández & del Campo (2010) sostienen que, para este período, las comisiones de los fondos de gestión activa, curiosamente, son mayores cuanto menor es la rentabilidad; la capacidad predictiva de los ratings de los fondos de inversión elaborada por Morningstar no es mejor que la

de una predicción aleatoria; y que las decisiones de cambio de fondo de inversión redujeron la rentabilidad de los inversores un 1,56%.

3.1.2 Período 2004-2019.

El siguiente período que se va a considerar es el comprendido entre 2004 y 2019, con el ánimo de ver la evolución de los fondos de inversión con 15 años de antigüedad, pero ya una vez superada la Crisis Financiera de 2008 y sus años posteriores.

La rentabilidad media de los fondos de inversión en España en el período comprendido entre el año 2004 y 2019 (2,67%) fue inferior a la inversión en bonos del Estado español a 15 años (3,88%) y a la inversión en el IBEX 35 (5,07%). 138 fondos de los 631 con 15 años de historia tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado a 15 años y 75 a la del IBEX 35. A su vez, 9 fondos tuvieron rentabilidad negativa (Fernández, de Apellániz, & Fernández Acín, Rentabilidad de los fondos de inversión en España. 2004-2019, 2020).

Por lo tanto, según estos datos, la diferencia entre la rentabilidad media anual de los fondos de inversión es inferior a la del *benchmark* y, al igual que pasase en el período anteriormente analizado, esa diferencia tiende a disminuir.

Otros estudios analizados en el informe de Fernández, de Apellániz, & Fernández Acín (2020) indican curiosidades sobre este período de tiempo como puede ser que los inversores tienden a invertir en los fondos que venían ofreciendo rentabilidades más altas en los años anteriores y a desinvertir en aquellos con rentabilidades más bajas, las gestoras con mayor cuota de mercado tienen rentabilidades más bajas o que los fondos que cargan mayores comisiones y gastos de gestión no obtienen mayores rentabilidades.

3.1.3 Período 2006-2021.

Para el período 2006-2021, una vez ya superada la crisis de la Covid-19 sucedida en el año 2020, la rentabilidad media de los fondos de inversión en España (1,91%) fue inferior a la inversión en bonos del Estado español a 15 años (4%). La rentabilidad media del IBEX 35 fue 1,35%. 64 fondos de los 562 con 15 años de historia tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del estado a 15 años y 314 a la del IBEX 35. A su vez, 68 fondos tuvieron rentabilidad

negativa. Mientras que en 2019 había 631 fondos con 15 años de historia, en 2020 había 614, y en 2021 ya sólo hubo 562 (Fernández, García de Santos, Fernández Acín, & Fernández Acín, 2022).

A la vista de los datos para este período, cabe destacar que, de los períodos temporales analizados en el trabajo, es el único en el que los fondos de inversión han tenido de media rentabilidades medias anuales superiores a la del *benchmark* (siendo este *benchmark* el IBEX 35). Esto puede ser debido a la idiosincrasia de este período temporal, el cual comienza justo antes de la gran crisis financiera del siglo XXI (época de gran auge económico) y finaliza con la crisis del año 2020 en la que la actividad económica prácticamente se vio frenada un trimestre debido al coronavirus. Es interesante también observar cómo, a medida que van pasando los años, cada vez son menos los fondos de inversión antiguos (considerando antigüedad a un período de 15 años o más).

Habiendo analizado los datos y revisado algunos artículos sobre la inversión en fondos de inversión en nuestro país, en los años finales de la década del siglo pasado y en el siglo XXI, se pueden sacar varias conclusiones. La primera y más clara es que, generalmente, para todos los períodos temporales, la rentabilidad media anual es menor en los fondos de inversión que en el *benchmark* (a excepción de épocas de crisis, a las cuales suele ser más sensible este último). Además, esta diferencia entre rentabilidades tiende a disminuir. Otra conclusión sería que, para todos los períodos, las rentabilidades de los fondos de inversión son menores que las de los bonos del Estado español (el cual podría ser considerado como el activo libre de riesgo). Por lo tanto, se podría afirmar que, para estos períodos temporales, no compensa la inversión en fondos de inversión de gestión activa en nuestro país debido a la existencia de productos financieros que han obtenido mayores rentabilidades (entre ellos el propio *benchmark*) teniendo, a su vez, unas menores comisiones. De hecho, es interesante también cómo ha ido disminuyendo el número de fondos de inversión con una antigüedad mayor o igual a quince años.

3.2 Fondos de inversión en Europa

Debido a la heterogeneidad de los países que componen Europa y la dificultad de esclarecer qué es un “fondo de inversión europeo”, para el caso de esta área geográfica se van a considerar 347 fondos de gestión activa que invierten en renta variable europea y 16 fondos de gestión pasiva que replican el *benchmark*. El *benchmark* correspondiente para estos fondos se va a considerar el MSCI EU NR (Morgan Stanley Capital International Europe Net total Return), un índice elaborado por la multinacional financiera Morgan Stanley que representa 439 valores de empresas de mediana y grande capitalización de 15 mercados europeos desarrollados (Aragoneses Miranda, 2019). Este análisis se va a realizar para los períodos temporales comprendidos entre 5, 10 y 15 años anteriores al año 2019.

En primer lugar, hay que destacar las comisiones de cada tipo de fondo. Para los fondos de gestión activa, la media de las comisiones fue de un 1,73%. Para los fondos de gestión pasiva, esta media fue de un 0,48% (Aragoneses Miranda, 2019). Por lo tanto, se podría decir que el mayor trabajo requerido por estos fondos de gestión activa es valorado en un 1,25% más que el trabajo asociado a estos fondos de gestión pasiva.

Tabla 5. Rentabilidad de los fondos de gestión activa europeos y comparación con el MSCI EU NR (2019).

N	Rentabilidad MSCI EU NR	Rentabilidad media	Fondos que baten Rent. Índice		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio fondos
			Nº	%			
347							
5 AÑOS	5,66	4.36	46	13,256	11,4	12,53	-1,35
10 AÑOS	9,74	8.36	32	9,2219	12,36	12,88	-0,89
15 AÑOS	6,03	4.82	18	5,1873	13,73	14,35	-0,45

Fuente: Aragoneses Miranda (2019).

En la tabla 5 se puede observar tanto la rentabilidad media anual del MSCI EU NR explicado anteriormente, como la rentabilidad media anual de los fondos de gestión activa europeos, también mencionados con anterioridad, para los 5, 10 y 15 años anteriores al año 2019. Para los tres períodos temporales, las rentabilidades medias anuales del MSCI EU NR son superiores a la media de las

rentabilidades medias anuales de los fondos de gestión activa. A su vez, esta diferencia de rentabilidades es más o menos la misma para los tres períodos, encontrándose en torno al 1,3%.

Es llamativo como, pese a que la diferencia es prácticamente la misma para los tres períodos, los fondos que son capaces de batir al *benchmark* son cada vez menos, a medida que aumentamos los años para los que se analiza la evolución. De esta forma, para el período 2014-2019, 46 fondos de gestión activa son capaces de superar al MSCI EU NR (lo cual representa un 13,25% del total de los fondos del gráfico), mientras que para el período 2004-2019 solamente 18 fondos son capaces de superarlo (el 5,19% del total), por lo que, al extender 10 años el estudio, casi dos terceras partes de los fondos de inversión de gestión activa que batían al *benchmark* pasarían a no superarlo.

Por lo tanto, se podría concluir que, con estos datos, no habría merecido la pena invertir en los fondos de gestión activa, habiendo tenido mejor resultado la inversión en el MSCI EU NR. Además, si la inversión se hubiese realizado a largo plazo (15 años anteriores a 2019), la probabilidad es todavía mayor de que el fondo de gestión activa seleccionado no fuese capaz de superar el *benchmark*.

Tabla 6. Rentabilidad de los fondos de gestión pasiva europeos y comparación con el MSCI EU NR (2019).

N	Rentabilidad MSCI EU NR	Rentabilidad media	Fondos con los mismos gestores, 5, 10, 15 años		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio
			Nº	%			
16							
5 AÑOS	5,66	5.58	15	93,75	11,4	12.14	-1.29
10 AÑOS	9,74	9.29	12	75	12,36	12.74	-0.79
15 AÑOS	6,03	5.16	8	50	13,73	13.69	-0.42

Fuente: Aragonese Miranda (2019).

En la tabla 6 se representan las rentabilidades obtenidas por 16 fondos de gestión pasiva europeos en comparación con el MSCI EU NR para los 5, 10 y 15 años anteriores a 2019. Al tratarse de fondos de gestión pasiva, no tiene sentido la clasificación de fondos que baten al MSCI EU NR dado que, al replicar al índice y cobrar comisiones, nunca sucederá esta situación. Las rentabilidades medias anuales del *benchmark* y de los fondos de gestión pasiva son bastante similares

y, a medida que se acorta el período de estudio, se van reduciendo, pasando de una diferencia del 0,87% para el período 2004-2019 a una diferencia del 0,08% para el período 2014-2019. Resulta lógico también como, de los 16 fondos de gestión pasiva, a medida que se amplía el período de estudio, cada vez más fondos cambian de gestor, quedando solamente la mitad de fondos con el mismo gestor para el período comprendido entre 2004 y 2019.

Comparando los datos de las tablas 3.5 y 3.6, se pueden sacar varias conclusiones. En primer lugar, se ve claramente como los fondos de gestión pasiva obtienen rentabilidades medias anuales más elevadas que los fondos de gestión activa para los tres períodos temporales. A su vez, esta diferencia entre las rentabilidades de los dos tipos de fondos se va ampliando a medida que se acorta el período temporal, de forma que para el período 2004-2019 la diferencia es de sólo un 0,34%, mientras que para el período 2014-2019 dicha diferencia es de un 1,22%. Por lo tanto, para el ámbito europeo y para los períodos 2004-2019, 2009-2019 y 2014-2019 habría merecido la pena haber invertido en fondos de gestión pasiva.

3.3 Fondos de inversión en Estados Unidos.

Para abordar la conveniencia de los fondos de gestión activa o la de los fondos de gestión pasiva en Estados Unidos mediante datos, se van a analizar diferentes gráficos correspondientes a distintos períodos temporales, comenzando con uno elaborado por Morningstar para los años 1992-2002.

Tabla 7. Rentabilidades medias de los fondos de gestión pasiva del S&P 500 y de los fondos Morningstar 2-5 (2002).

U.S. Equity Funds: Average S&P 500 Index Fund Returns vs. Average Morningstar 5 Star – 2 Star Returns (LOAD ADJUSTED)					
	YTD 29-Nov.-02	1YR	3YR	5YR	10YR
2 Star	-25.25%	-18.05	-11.37	-2.93	6.22
3 Star	-22.32	-15.17	-7.70	0.04	8.22
4 Star	-19.63	-12.22	-3.55	2.83	10.08
5 Star	-14.19	-7.15	3.04	7.13	12.07
S&P 500 Index Funds	-21.68	-15.65	-12.27	0.07	9.33

Fuente: Barnes (2003).

En la tabla 7 se pueden visualizar las rentabilidades obtenidas por los fondos 2 Star (formado por las acciones estadounidenses más sobrevaloradas), 3 Star, 4 Star y 5 Star (formado por las acciones estadounidenses más infravaloradas) elaborados por Morningstar y por los fondos de gestión pasiva que replican al índice estadounidense S&P 500 para los lapsos temporales comprendidos entre 1, 3, 5 y 10 años antes del 2002.

A excepción del período comprendido entre 1999 y 2002, en donde los fondos de gestión pasiva que replicaban al S&P 500 obtuvieron las peores rentabilidades de todos (con un rendimiento negativo del 12,27%), es llamativo como los fondos 5 Star y 4 Star (en este orden) obtuvieron rentabilidades más altas que los fondos de gestión pasiva para todos los períodos temporales. Además, el fondo 3 Star obtuvo rentabilidades bastantes similares a los fondos de gestión pasiva, a los cuales supera en algunos períodos y empeora en otros, pero con rentabilidades anuales similares (a excepción del período 1999-2002, en donde la diferencia fue de aproximadamente un 4,5%).

Para los períodos más cercanos al año 2002 (el año 2002 hasta el 29 de noviembre, el año 2002 y el período 1999-2002) todos los fondos obtuvieron rentabilidades negativas, a excepción del fondo 5 Star, quien obtuvo rentabilidades positivas para el último período de los mencionados.

Por lo tanto, a la vista de estos datos de Morningstar, se podría concluir que sí que merecería la pena la inversión en fondos de gestión activa. De esta forma, dichos fondos, si se gestionasen en función de la valoración momentánea (si está o no sobrevalorada la acción) de los activos, se podrían obtener rentabilidades más elevadas que el *benchmark*. De acuerdo con lo anterior, si se invirtiese en aquellas acciones que, según las fórmulas pertinentes, presentan una mayor infravaloración, se podrían obtener las rentabilidades más elevadas, que superarían incluso al índice de referencia. Lógicamente, no sería rentable la inversión en acciones sobrevaloradas, las cuales ofrecen las peores rentabilidades.

Para seguir con el análisis de los Estados Unidos con una mayor actualidad, se van a exponer las dos siguientes tablas de Aragoneses Miranda (2019). En ellas, se exponen las rentabilidades de 440 fondos de gestión activa

estadounidenses y de 103 fondos de gestión pasiva estadounidenses, así como las de su *benchmark*. El *benchmark* en cuestión es el Morgan Stanley Capital International USA Net Total Return USD (MSCI USA NR). Este índice, al igual que el MSCI EU NR, fue diseñado por la empresa financiera Morgan Stanley y representa 620 valores de grandes y medianas empresas de Estados Unidos. Este análisis se va a realizar para los períodos de tiempo comprendidos entre 5, 10 y 15 años antes del año 2019.

Para empezar, hay que señalar que, de media, las comisiones cobradas por los fondos de gestión pasiva son de un 0,41%, mientras que las de los fondos de gestión activa son de un 0,90% (Aragoneses Miranda, 2019). Es decir, los fondos de gestión activa cobran una comisión a su cliente de más del doble de la que cobran los fondos de gestión pasiva.

Tabla 8. Rentabilidad de los fondos de gestión activa estadounidenses y comparación con el MSCI USA NR (2019).

N	Rentabilidad MSCI USA NR	Rentabilidad media	Fondos que baten Rent. Índice		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio fondos
			Nº	%			
440							
5 AÑOS	11,63	10.17	133	30,227	11,77	11,68	-0,24
10 AÑOS	15,32	14.24	93	21,136	12,66	12,97	-0,13
15 AÑOS	8,97	8.81	76	17,273	13,8	14,17	-0,0075

Fuente: Aragoneses Miranda (2019).

En la tabla 8 se puede observar la rentabilidad anual del MSCI USA NR y la media de las rentabilidades anuales de 440 fondos de gestión activa estadounidenses para el período temporal comprendido entre los 5,10 y 15 años anteriores al año 2019. Para los tres períodos temporales, la rentabilidad media anual del *benchmark* es superior a la de los fondos. Además, a medida que se amplía el horizonte temporal va disminuyendo dicha diferencia, la cual es de un 1,46% para el período 2014-2019, mientras que para el período 2004-2019 disminuye hasta un 0,16%. Cabe destacar como, pese a esta disminución de la diferencia entre las rentabilidades a medida que se amplía el horizonte temporal, para el período 2004-2019 (período con menor diferencia) solamente 76 fondos de los 440 fueron capaces de superar al *benchmark* (lo que representa el

17,27%), mientras que para el período 2014-2019 casi el doble de fondos lo superaron (133 de 440 o, lo que es lo mismo, un 30,23% de los fondos). Por lo tanto, a medida que se amplía el horizonte temporal disminuye la diferencia entre la rentabilidad media anual del benchmark y la de los fondos de gestión activa, así como menos fondos son capaces de superar a dicho *benchmark*, en comparación con períodos de tiempo más cortos y próximos al año 2019.

Si se comparan los datos de la tabla 5 y los de la tabla 8, se pueden visualizar las diferencias existentes para los mismos períodos de tiempo entre el mercado estadounidense y el mercado europeo. Se aprecia clarísimamente cómo las rentabilidades medias anuales obtenidas por el *benchmark* estadounidense son mucho más altas que las de su homónimo europeo, aumentando estas diferencias a medida que se acorta el lapso temporal y que se aproxima al año 2019, llegando a ser de más del doble para el período 2014-2019. Lo mismo ocurre si comparamos la media de las rentabilidades medias anuales de los fondos de gestión activa estadounidenses y europeos, en donde las de los fondos americanos son, de media, en torno a un 5% superiores a las de los fondos europeos. Si se comparan la cantidad de fondos que son capaces de batir al *benchmark* en cada área geográfica (en porcentaje, debido a la cantidad total de fondos de cada área), se puede ver como ambas coinciden en que para los períodos temporales más cortos y próximos al año 2019 se obtiene el mayor porcentaje, el cual va disminuyendo a medida que alargamos el período temporal y nos alejamos del 2019. No obstante, en el país norteamericano se pueden encontrar más del doble de fondos de gestión activa que superan al *benchmark* que para el continente europeo para cada uno de los tres períodos temporales.

Es por esto que, a la vista de estos datos, hubiese sido preferible invertir en 2004, 2009 y 2014 con horizontes temporales de 15, 10 y 5 años, respectivamente, en fondos de gestión activa estadounidenses que en el MSCI EU NR. Esto no quiere decir que cualquiera de los 440 fondos de gestión activa estadounidenses de la muestra haya superado al MSCI EU NR. Lo que quiere decir es que, de haber invertido en fondos de gestión activa estadounidenses habría sido más probable obtener una rentabilidad más elevada que la del MSCI EU NR, debido a que la media de las rentabilidades medias anuales de los

fondos de gestión activa estadounidenses ha sido bastante más elevada que las rentabilidades medias anuales del MSCI EU NR.

Tabla 9. Rentabilidad de los fondos de gestión pasiva estadounidenses y comparación con el MSCI USA NR (2019).

N	Rentabilidad MSCI USA NR	Rentabilidad media	Fondos con los mismos gestores, 5, 10, 15 años		Std dev índice	Std media fondos	Ratio Info medio
			Nº	%			
103							
5 AÑOS	11,63	11,11	81	78,64	11,77	11.34	0.6920
10 AÑOS	15,32	14,91	52	50,48	12,66	12.53	0.6564
15 AÑOS	8,97	8,55	26	25,24	13,8	13.92	0.3748

Fuente: Aragonese Miranda (2019).

En la tabla 9 se pueden ver las rentabilidades medias anuales del MSCI USA NR, considerado el *benchmark*, así como la media de las rentabilidades medias anuales de los 103 fondos de inversión de gestión pasiva que lo replican. Evidentemente, las rentabilidades en este caso son prácticamente idénticas, teniendo en cuenta que las comisiones de dichos fondos son de un 0,41% de media. También resulta lógico pensar que, a medida que aumenta el horizonte temporal, aumente también el número de fondos que cambian de gestor, pero no deja de ser llamativo como, para el período 2004-2019, solamente 1 de cada 4 fondos de gestión pasiva cuentan con el mismo gestor.

Si se comparan los datos de la tabla 6 y de la tabla 9 se pueden esclarecer las diferencias entre los fondos de gestión pasiva europeos y estadounidenses. Como ya se ha comentado anteriormente, las rentabilidades medias anuales del *benchmark* estadounidense son mucho más elevadas que la del *benchmark* europeo, por lo que la media de las rentabilidades medias anuales de los fondos de gestión pasiva estadounidenses, evidentemente, son superiores a las de los fondos de gestión pasiva europeos. Otra diferencia se puede encontrar en que, mientras que los fondos de gestión pasiva estadounidenses, de media, obtienen idénticamente la misma rentabilidad que el MSCI USA NR (a las rentabilidades de estos fondos de gestión pasiva hay que sumarlos la comisión, que es de un 0,41%), la rentabilidad difiere algo más en los europeos con respecto al MSCI EU NR. Esto se debe a que para el mercado europeo se encuentra una menor

cantidad de fondos de gestión pasiva que repliquen a este *benchmark*, por lo que influye en mayor medida la forma elegida por los gestores para replicar a dicho índice. Además, cabe destacar también el hecho de que, para los fondos de gestión pasiva europeos, la rotación de los gestores es mucho menor, lo que permite que haya un mayor porcentaje de fondos de gestión pasiva europeos con los mismos gestores, en comparación con los estadounidenses.

Tabla 10. Porcentaje de fondos de gestión activa estadounidenses que no superan al S&P 500 (2020).

Fund Category	Comparison Index	1 Year (%)	3 Years (%)	5 Years (%)	10 Years (%)	20 Years (%)
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	57.1	67.0	72.8	83.2	86.0
All Large-Cap Funds	S&P 500	60.3	69.7	75.3	82.3	94.0
Large-Cap Growth	S&P 500 Growth	38.2	39.7	57.0	81.3	96.5
Large-Cap Core	S&P 500	65.9	79.0	87.7	94.5	96.4
Large-Cap Value	S&P 500 Value	33.4	72.5	80.4	86.0	76.6
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	50.7	53.5	59.7	72.8	88.0
Mid-Cap Growth	S&P MidCap 400 Growth	17.2	18.6	31.3	56.7	89.9
Mid-Cap Core	S&P MidCap 400	80.4	71.9	83.1	84.3	86.4
Mid-Cap Value	S&P MidCap 400 Value	52.7	73.2	92.5	87.9	85.1
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	45.5	57.0	65.1	76.3	88.1
Small-Cap Growth	S&P SmallCap 600 Growth	13.7	19.6	32.8	56.8	93.9
Small-Cap Core	S&P SmallCap 600	62.4	71.8	80.7	90.4	88.3
Small-Cap Value	S&P SmallCap 600 Value	43.8	78.5	85.2	96.9	75.9
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	55.6	62.9	71.9	86.6	90.1
Multi-Cap Growth	S&P Composite 1500 Growth	46.7	55.3	69.6	87.8	92.5
Multi-Cap Core	S&P Composite 1500	62.2	79.8	89.1	92.9	88.9
Multi-Cap Value	S&P Composite 1500 Value	50.0	83.6	84.6	86.3	82.8
Real Estate	S&P U.S. REIT	24.7	43.4	50.6	75.6	87.9

Fuente: Koster (2021).

En la tabla 10 se puede observar el porcentaje de fondos de inversión de cada modalidad que no es capaz de superar a su *benchmark* correspondiente. Los fondos de inversión se han dividido en diferentes categorías y subcategorías. Las categorías se dividen en función del tamaño de capitalización de las empresas en las que invierte el fondo en cuestión, de forma que nos podemos encontrar con *Large-Cap* (empresas de alta capitalización), *Mid-Cap* (empresas de mediana capitalización), *Small-Cap* (empresas de pequeña capitalización) y *Multi-Cap* (una mezcla de las 3 anteriores). A su vez, cada categoría de las anteriores se divide en otras cuatro subcategorías: All (todos los fondos de dicha categoría), Growth (la inversión se realiza en empresas que se considera que tienen un elevado potencial de crecimiento), Core (la inversión se realiza en empresas que se considera que cuentan con el riesgo más bajo) y Value (la

inversión se realiza en empresas que se encuentran infravaloradas y cuentan con potencial de recuperar su valor). Además de todo esto, la tabla 10 también muestra el porcentaje de fondos de inversión inmobiliarios que no superan a su *benchmark*, así como la media del total de categorías. Estos porcentajes se muestran para los períodos temporales comprendidos entre 1, 3, 5, 10 y 20 años anteriores al 2020.

Si tenemos en cuenta las medias del total de fondos de cada categoría, es decir, las primeras filas de cada categoría, se puede observar cómo para todos los períodos temporales (a excepción del 2010-2020), los peores resultados respecto a su *benchmark* los obtienen los fondos *Large-Cap*, seguidos de los *Multi-Caps*. Esto se debe a que es en estas dos categorías, respectivamente, en las que se encuentra el mayor porcentaje de fondos de gestión activa que no son capaces de superar a sus *benchmarks*.

Si el análisis se centra en las diferentes subcategorías, los peores comportamientos se encuentran en los apartados *Core* y *Value*, en donde se ve claramente como tienen porcentajes mucho más elevados que los apartados *Growth*, a excepción del período temporal 2000-2020, en el que los fondos que invertían en acciones consideradas *Growth* registran el peor comportamiento respecto a sus *benchmarks* para todas las categorías.

En cuanto a los períodos temporales, se puede afirmar que, para todas las categorías y subcategorías, a medida que se amplía el horizonte temporal y se aleja del año 2020, se encuentran los mayores porcentajes de fondos que no son capaces de superar a sus *benchmarks*. Mientras que para el año natural que forma el año 2020 el porcentaje de fondos que no son capaces de superar a sus índices de referencia se encuentra entre el 45% y el 60%, (se tienen en cuenta la media de todas las categorías, a excepción de los fondos que invierten en activos inmobiliarios, los *Real Estate*), para el período comprendido entre el año 2000 y el año 2020, este porcentaje se sitúa entre el 88% y el 94% para todas las categorías.

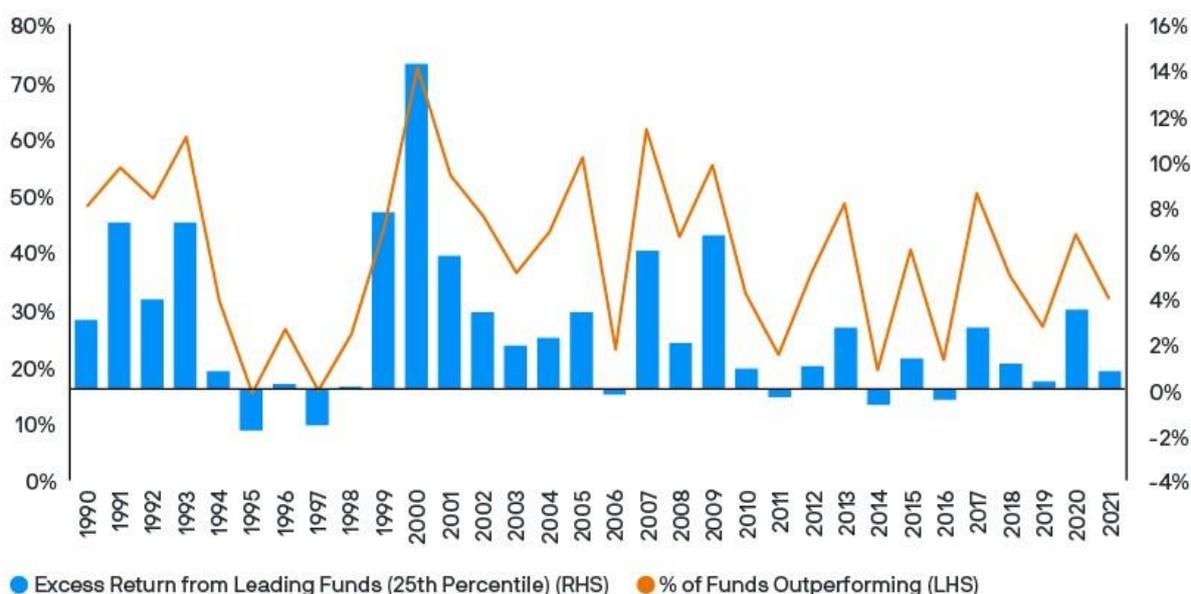
No obstante, cabe destacar la subcategoría *Growth* para los períodos temporales más recientes (1, 3 y 5 años antes del 2020) quien, para todas las categorías, a excepción de la *Multi-Cap* cuenta con un mayor número de fondos

que son capaces de superar a su índice de referencia que fondos que no son capaces de superarlo.

Todo lo anterior se ve reflejado en la primera fila de la tabla, la cual recoge la media de los porcentajes del resto de categorías y subcategorías, por lo que tiene en cuenta todos los fondos de inversión de gestión activa. En ella, se alcanza la misma conclusión que se ha mencionado anteriormente. Cuanto más amplio es el período temporal y más se aleja del año 2020, mayor es el porcentaje de los fondos de inversión de gestión activa que no son capaces de superar al *benchmark*. Por lo tanto, es obvio que, para estos períodos temporales y con estos tipos de fondos de inversión (a excepción de alguna subcategoría y momento temporal), hubiese sido más probable obtener rentabilidades medias anuales más altas invirtiendo en fondos de gestión pasiva que repliquen a los índices de referencia que invirtiendo en fondos de gestión activa.

Para los fondos de gestión activa *Large-Cap* estadounidenses vistos anteriormente, se va a analizar el gráfico 3.1 que recoge el porcentaje de estos fondos que superan al *benchmark*, así como el exceso de rentabilidad con respecto al mismo del 25% más rentable de este tipo de fondos.

Gráfico 1. Número de fondos *Large-Cap* estadounidenses que superan a su *benchmark* y exceso de rentabilidad del 25% más rentable (1990-2021).



Fuente: JP Morgan Asset Management (2022).

En primer lugar, se puede ver como el número de este tipo de fondos que baten a su respectivo *benchmark*, varía bastante a lo largo del tiempo. De esta forma, el porcentaje más alto se encuentra en el año 2000, en donde más de un 70% de los fondos *Large-Cap* estadounidenses obtuvieron rentabilidades medias anuales superiores a su correspondiente *benchmark*, mientras que el porcentaje más bajo se encuentra en los años 1995 y 1997, en donde menos de un 20% de estos fondos consiguió batir a sus *benchmarks*. En este análisis hay que tener en cuenta que solamente se tiene en cuenta un año como horizonte temporal, es por esto que un mayor número de fondos consiguen batir a sus *benchmarks*. Además, se puede visualizar como esta variación va disminuyendo conforme pasan los años, de manera que, para los últimos años (2010-2021), este porcentaje varía entre un 25% y un 50%.

El porcentaje de este tipo de fondos que es capaz de superar a sus *benchmarks* (línea naranja) tiene una clara relación con la media del exceso de rentabilidades que obtiene el 25% más rentable con respecto a sus *benchmark* (barras azules). Es por esto que, cuando disminuye lo primero, disminuye también lo segundo y, donde se encuentra el menor número de fondos que baten a sus *benchmarks*, se encuentran incluso excesos de rentabilidades negativas en el 25% más rentable de estos fondos. A su vez, se puede observar también cómo, para los últimos años de la serie, la variación de esta variable es mucho menor que para los años anteriores.

Por lo tanto, tras haber realizado una revisión de varias fuentes que abordan la gestión pasiva y activa en Estados Unidos, se pueden extraer varias conclusiones. En primer lugar, cabe destacar que, mientras que las comisiones de los fondos de inversión de gestión pasiva son similares en Estados Unidos y en Europa, las comisiones de los fondos de inversión de gestión activa son mucho más elevadas en el ámbito europeo que en el estadounidense. Estas mayores comisiones de los fondos de gestión activa no son justificadas con una mayor rentabilidad de estos fondos con respecto a los de gestión pasiva. Además, a medida que se amplía el horizonte temporal, cada vez menos fondos de gestión activa estadounidenses son capaces de obtener rentabilidades medias anuales superiores a las de su *benchmark*. No obstante, hay estudios que sugieren que, dependiendo el tipo de activos en el que inviertan los fondos

de gestión activa sí que serían capaces de obtener rentabilidades medias anuales superiores a las del *benchmark*, pero esta diferencia desaparece con el paso de los años. Es por todo lo anterior por lo que se podría afirmar que, para el primer cuarto del siglo XXI en Estados Unidos habría merecido más la pena haber invertido en fondos de inversión de gestión pasiva que en aquellos de gestión activa.

4. Conclusiones.

Una vez realizada la revisión de diversas fuentes y analizados los datos extraídos, se pueden sacar varias conclusiones. La conclusión más clara y general que se saca es que todos los datos indican que los fondos de inversión de gestión pasiva suelen obtener rentabilidades superiores a los fondos de inversión de gestión activa. Puede haber fondos de gestión activa que sean capaces de obtener rentabilidades superiores a su *benchmark*, pero esta situación, generalmente, no suele ser duradera en el tiempo. Por lo tanto, si a la hora de realizar una inversión entre estos dos productos financieros tenemos como objetivo un horizonte temporal de más de un año, sería conveniente elegir un fondo de inversión de gestión pasiva.

Más concretamente, se puede afirmar que son pocos los fondos de gestión activa que superan a su *benchmark* y que, a medida que se aumenta el período de tiempo objeto de estudio, cada vez menos de estos fondos son capaces de batir recurrentemente al mismo. Es decir, algunos fondos son capaces de superarlo en un año puntual, pero si se cogen 5 años consecutivos, por ejemplo, es altamente probable que la rentabilidad media anual no sea superior a la del *benchmark*.

No obstante, se producen diferencias interesantes entre los diferentes fondos de gestión activa. De esta forma, por ejemplo, se pueden encontrar fondos que invierten en empresas consideradas *Growth* que, para los últimos años, han obtenido mejores resultados que el resto de fondos, e incluso que su *benchmark*. Por lo tanto, se puede deducir que, aunque a la larga los gestores tengan escasa capacidad para batir al mercado, sí que resulta importante su valoración y clasificación de los activos, de forma que, con una buena clasificación y valoración, se pueden obtener rentabilidades más elevadas.

Otra diferencia que se puede encontrar entre los diferentes fondos de gestión activa se encuentra según su área geográfica. En Estados Unidos, los fondos de gestión activa obtienen rentabilidades muy superiores a aquellos que invierten en territorio europeo. Además, las comisiones que cobran por su gestión son mucho menores en Estados Unidos que en Europa. Todo esto es también aplicable a los fondos de inversión de gestión pasiva de ambos territorios. Esto es debido a la mayor liberalización del sistema financiero estadounidense y del mayor tamaño del mercado en dicho país.

Otra conclusión que se puede sacar es como ha ido evolucionando esta diferencia entre las rentabilidades de los fondos de gestión activa y de sus *benchmarks*. Para los primeros años de este siglo XXI, y años anteriores, la diferencia entre las rentabilidades era mucho más grande que para los momentos actuales, en donde se han suavizado. Así mismo, también cabe destacar que la diferencia de rentabilidades entre los fondos de gestión pasiva y el índice de referencia al que imitan, además de a la comisión cobrada, también se debe a la forma de réplica llevada a cabo por el gestor, pudiendo obtener mayor o menor exactitud.

Aunque las conclusiones anteriores se han centrado sobre todo en los ámbitos europeo y estadounidense, para el caso particular de nuestro país, aunque sea un mercado muy pequeño que ofrece menos posibilidades, también son válidas.

Por lo tanto, con todo lo expuesto anteriormente, se puede concluir que, sobre todo a largo plazo, no son compensadas con una mayor rentabilidad las mayores comisiones cobradas por los fondos de inversión de gestión activa, por lo que dicha gestión no añade valor a la inversión.

5. Bibliografía.

Aragoneses Miranda, M. (2019). *Gestión pasiva y gestión activa en fondos de inversión de renta variable en Europa y Estados Unidos*. TFG, Universidad de Valladolid (UVA), Segovia. Recuperado el 14 de noviembre de 2022, de <https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/37261/TFG-N.1162.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Banco de España (BdE). (11 de noviembre de 2022). Lista de fondos de inversión (Alemania). Recuperado el 14 de noviembre de 2022, de https://www.bde.es/webbde/es/estadis/fi/ifs_de.html
- Banco de España (BdE). (11 de noviembre de 2022). Lista de fondos de inversión (España). Recuperado el 14 de noviembre de 2022, de https://www.bde.es/webbde/es/estadis/fi/ifs_es.html
- Barnes, J. (2003). Active vs passive investing. *CFA Magazine*. Recuperado el 23 de junio de 2023, de <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/cfa-magazine/2003/cfm-v14-n1-2786.pdf>
- BBVA. (s.f.). Cómo funcionan los fondos de inversión. Recuperado el 10 de noviembre de 2022, de <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/fondos-inversion/como-funcionan-los-fondos-de-inversion.html>
- Fama, E. F., & French, K. R. (octubre de 2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*, Vol. LXV, nº5, 1915-1947. Recuperado el 9 de noviembre de 2022
- Fernández, P., & del Campo, J. (2010). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España 1991-2009*. Documento de Investigación 848, IESE Business School- Universidad de Navarra. Recuperado el 10 de noviembre de 2022, de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0848.pdf>
- Fernández, P., de Apellániz, E., & Fernández Acín, J. (2020). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España. 2004-2019*. Working Paper N°1245, IESE Business School- Universidad de Navarra, Madrid. Recuperado el 15 de mayo de 2023, de <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=630093101127025070125116094064006068031053050050057049071106021072103094077103093094028058042052005023061080019007005117011071014012043035035115107110115064005052086073006000069013004084110094115064020076095102>
- Fernández, P., García de Santos, T., Fernández Acín, J., & Fernández Acín, P. (2022). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España. 2006-2021*. IESE Business School- Universidad de Navarra, Madrid. Recuperado el

15 de mayo de 2023, de
<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=231116021119088069029093117099070121018062034043090044011064093076101007106088118104029123096099014032005001112004119002085103037012043042080122115124079090093052044060089122094102026090098007084103005126029095>

JP Morgan Asset Management. (agosto de 2022). Active vs passive investing: Use active to your advantage. Recuperado el 22 de junio de 2023, de <https://am.jpmorgan.com/gb/en/asset-management/per/insights/portfolio-insights/investment-trust-insights/global/active-vs-passive-investing-use-active-to-your-advantage/>

Koster, F. (mayo de 2021). Active vs. Passive Investment Management. *One Day in July*. Recuperado el 22 de junio de 2023, de <https://www.onedayinjuly.com/active-vs-passive-investment-management>

López, J. F. (2018). *Fondo de gestión activa*. Recuperado el 15 de noviembre de 2022, de <https://economipedia.com/definiciones/fondo-de-gestion-activa.html#:~:text=Un%20fondo%20de%20gesti%C3%B3n%20activa,inversi%C3%B3n%20atendiendo%20a%20distintos%20par%C3%A1metros.>

López, J. F. (2018). *Fondo de gestión pasiva*. Recuperado el 15 de noviembre de 2022, de <https://economipedia.com/definiciones/fondo-de-gestion-pasiva.html>

Mon Alandete, A. (2020). *El dinamismo inversor. Teoría, historia y tendencia actual de los fondos de inversión en España*. TFG, Universidad Pontificia de Comillas. Recuperado el 10 de noviembre de 2022, de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/39758/TFG%20-%20Mon%20Alandete%2c%20Alejandro.pdf?sequence=1&isAllowed=y>