



Trabajo Fin de Grado

Análisis y comparativa de la gestión activa y la
gestión pasiva en renta variable española

Autor

Jorge Mateo Peña

Directora

Patricia Bachiller Baroja

Facultad de Economía y Empresa
2020

Autor/writer: Jorge Mateo Peña

Director: Patricia Bachiller Baroja

Título: Análisis y comparativa de la gestión activa y la gestión pasiva en compañías españolas.

Title: Analysis and comparison of active and passive investing in Spanish companies.

Titulación: Administración y dirección de empresas

Degree in Business administration

RESUMEN

El siguiente trabajo trata de analizar las diferentes formas de utilizar fondos de inversión que invierten en renta variable española, diferenciando entre fondos de gestión activa, caracterizados por intentar obtener resultados superiores a los del mercado gracias a las habilidades del equipo gestor, y fondos de gestión pasiva o fondos indexados, que pretenden igualar la rentabilidad del *benchmark* sin intentar superarlo. Todo esto con el objetivo de determinar qué tipo de fondos que invierten en renta variable española han ofrecido mejores rendimientos durante los últimos 10 años, comparando los datos con los índices IBEX 35 e IBEX 35-DIV, representativos de la economía española.

Según Morningstar, todos los fondos tienen una calificación de 1 a 5 estrellas, siendo 5 estrellas los mejores fondos y 1 estrella los peores. Se demuestra que, en términos medios, ninguna categoría de tales fondos de inversión consigue batir al índice IBEX 35-DIV y sólo las categorías de 5 y 4 estrellas logran superar al IBEX 35.

ABSTRACT

The following project intends to explain the different ways to use mutual funds as an instrument to invest in Spanish equity. On the one hand, active portfolio management, known for seeking to achieve better returns than the market average thanks to managing team's skills and, on the other hand, passive investing funds or index funds, which attempt to replicate the profitability of an index, without trying to overtake it. The objective of this project is to determine what type of mutual funds in Spanish equity have reported greater results during the last 10 years, comparing them with the IBEX 35 and IBEX 35-DIV indexes, representative of the Spanish economy.

According to Morningstar's data, every fund is rated on a scale of one to five stars, being five stars for the best funds and one for the worst. In a nutshell, on average, we find that no grade overcomes the IBEX 35-DIV index and only the 5 and 4 star funds surpass the IBEX 35 index.

Palabras clave

Gestión pasiva, fondo de inversión, índice bursátil, rentabilidad, volatilidad, comisiones

Keywords

Passive investing, mutual fund, index, profitability, volatility, fees

Índice de contenido

Introducción.....	5
Marco teórico.....	7
Definición de fondo de inversión	7
Clases de fondos de inversión	8
✓ Según los activos financieros en los que invertir.....	9
✓ Según la divisa.....	9
✓ Según la gestión de las rentas	9
✓ Según las garantías.....	9
✓ Según la gestión	10
Variables que influyen en la rentabilidad de un fondo de inversión	10
El tiempo como variable fundamental.....	13
Historia de los fondos de inversión y aparición de la gestión pasiva	14
Características de la gestión activa y la gestión pasiva	16
Metodología.....	20
Análisis de resultados	23
Conclusiones.....	28
Anexos.....	31
Bibliografía.....	35

Índice de tablas

Tabla 1 Fondos de inversión seleccionados como muestra del estudio	21
Tabla 2 Fondos de inversión 5 estrellas.....	23
Tabla 3 Fondos de inversión 4 estrellas.....	24
Tabla 4 Fondos de inversión 3 estrellas.....	25
Tabla 5 Fondos de inversión 2 estrellas.....	26
Tabla 6 Fondos de inversión 1 estrella	27
Tabla 7. Anexo 1. Comisiones de fondos de inversión seleccionados	31
Tabla 8. Anexo 2. Desglose rentabilidades de fondos de inversión	32
Tabla 9. Anexo 3. Rentabilidad IBEX 35 e IBEX 35-DIV (2010-2019)	33
Tabla 10. Anexo 4. Rentabilidades a 1, 5, 10, 15, 20, 25 años IBEX 35	33

Tabla de ilustraciones

Ilustración 1 Rentabilidades históricas de diferentes activos (1802-2013)	14
---	----

Introducción

Vivimos en un mundo cada vez más globalizado, donde el desarrollo tecnológico juega un papel fundamental en cualquier actividad humana. Con la aparición de Internet a finales del siglo XX, la vida tal y como la conocíamos cambió drásticamente, ya que las relaciones económicas y financieras mejoraron exponencialmente, tanto en calidad como en sencillez y rapidez. Además, las empresas privadas supieron adaptarse a esta nueva situación gracias a un proceso muy característico del sistema capitalista conocido como *destrucción creativa*, creado por Joseph Schumpeter en su obra *Capitalismo, socialismo y democracia* publicado en 1942, donde se pone de manifiesto que las empresas deben reinventarse ante cualquier cambio en la demanda agregada y que deben autodestruir sus modelos de negocio tradicionales para resurgir con nuevas estrategias adaptadas a las nuevas tendencias de mercado.

Sin embargo, en materia económica, las cosas no han ido tan bien, ya que, durante los últimos años, los gobiernos de prácticamente todo el mundo se han estado endeudando por encima de sus posibilidades, lo que ha supuesto que la solvencia financiera de estos empeorara cada vez más. En concreto, España es un país donde el endeudamiento ha llegado a niveles abrumadores que, junto con un elevado déficit público y los requisitos económicos que debe cumplir para mantener su autonomía en la Eurozona, hacen que temas como las pensiones sean del todo inciertos. Además, también hay que tener en cuenta la pérdida de valor que sufren las divisas debido a la inflación. Conforme aumenta la oferta monetaria, el dinero pierde cada vez más valor, y lo único que puede evitar que esto se convierta en un problema es que el sector privado demande más dinero, es decir, que aumente proporcionalmente el endeudamiento. En el caso de que exista inflación generalizada por el incremento desmesurado de la oferta de dinero, la rentabilidad de la inversión debe aumentar en la misma cuantía para que nuestras inversiones no pierdan rentabilidad real. Por otro lado, si aumenta la demanda de dinero y, por lo tanto, el endeudamiento, los tipos de interés se moverían en la misma dirección, incrementándose el coste de capital, lo que encarecería la financiación y exigiría mayores rentabilidades a los proyectos de inversión para que fueran rentables. En cualquier caso, nos damos cuenta de que la inflación es un factor presente en la actualidad y que afecta de manera negativa a nuestras inversiones.

Por estas razones, ante la incertidumbre sobre la situación del sistema de pensiones y el problema de la inflación, el ahorro individual juega un papel fundamental y supone una

alternativa más que razonable para la planificación de la jubilación. Ahora bien, ¿cómo se puede canalizar el ahorro y transformarlo en inversión para que pueda generar unos resultados positivos que nos hagan mantener o aumentar nuestra capacidad adquisitiva a largo plazo? A través de los mercados financieros, en concreto, de los fondos de inversión, ya que, sin tener grandes conocimientos en finanzas, permite a cualquier familia adquirir una gran cantidad de empresas con no necesariamente mucho capital. Pero debido a la gran cantidad de fondos que existen, puede aparecer un fenómeno conocido como la *paradoja de la elección*, formulada por Barry Schwartz, que dice que cuantas más alternativas tengamos, menor será nuestro beneficio esperado, es decir, mayor nuestro coste de oportunidad. Por ello, es necesario hacer un análisis introspectivo sobre dónde queremos destinar nuestros ahorros, y a partir de ahí, filtrar aquellos productos que cumplan nuestras necesidades. Queda constancia de la importancia de invertir, y es que el objetivo final es conseguir que el capital que hemos acumulado fruto de nuestro trabajo no se vea mermado por el efecto erosivo de la inflación. Por lo tanto, utilizar vehículos de inversión para dar el paso y convertir nuestro ahorro en inversión es una forma sencilla de capitalizar nuestro dinero y permitir que crezca de forma exponencial.

La duda principal que debe surgir es si vamos a invertir en un fondo cuya gestión quede delegada en un equipo gestor que trate de superar las rentabilidades del mercado o, por el contrario, por otro que replique a un índice bursátil y su objetivo sea igualar la rentabilidad del *benchmark*. En los estudios de John Bogle, inversor y fundador de la compañía gestora The Vanguard Group, se pone de manifiesto que la rentabilidad del S&P 500 ha superado a los fondos de gestión activa en todos los períodos de más de 15 años, o lo que es lo mismo, para períodos de más de 15 años, este tipo de fondos no supera a su índice de referencia S&P 500.

Ahora la cuestión es, ¿los fondos de gestión activa españoles superan a su índice de referencia de manera consistente? Para un inversor particular, ¿qué decisión le reportaría mayor utilidad, optar por un fondo de inversión indexado al IBEX 35 o por otro de gestión activa cuya referencia sea este índice?

Marco teórico

Definición de fondo de inversión

Un fondo de inversión es una institución que tiene como objetivo captar flujos monetarios de los ahorradores, a cambio de pagar unas comisiones, para ofrecerles rentabilidades positivas a través de la inversión en diferentes activos financieros. Cada entidad destina su capital a las empresas que elijan sus gestores, y normalmente cada gestor tiene un criterio personal y diferente al resto. Por eso, la institución de inversión colectiva (IIC) crea fondos especializados donde cada gestor puede invertir en las empresas que él crea conveniente, que normalmente suelen tener una característica común. Existen muchos tipos de fondos y cada uno con unas propiedades distintas para poder diferenciar su producto de la competencia.

Según CFA Institute, el proceso de inversión de un fondo se suele dividir en 3 apartados. *The planning step*, dónde se trata de analizar cuáles son las necesidades del mercado y qué es lo que demanda el cliente, para poder ofrecer un producto enfocado al nicho de mercado que se dirija la compañía. En segundo lugar, se encuentra *the execution step*, que se basa en organizar el *asset allocation* y los niveles de riesgos que va a adoptar el fondo, es decir, dónde se va a invertir, cuánto riesgo está dispuesto a asumir y, a partir de toda esta información, adaptar el *portfolio*. Por último, *the feedback step*, fase que suele ejecutarse a final de año que se basa en rebalancear las carteras para mantener la misma ponderación en los activos iniciales, sobreponer o infraponderar algunos valores y elaborar los informes de rendimiento anual.

El rendimiento que obtienen las instituciones de inversión se basa en las comisiones, siendo una de ellas las de compra venta de participaciones del fondo. Es decir, para participar del beneficio de las empresas que compra o vende el fondo de inversión, los inversores deben adquirir participaciones de este, cuyo valor de mercado se actualiza diariamente y es el precio de cotización de todas las empresas que ha adquirido la institución dividido entre el número de participaciones emitidas. Ese valor de mercado del fondo se llama valor liquidativo, que puede entenderse como el precio de la participación. A la hora de comprar una de estas divisiones del fondo, el precio se compone por el valor liquidativo más las comisiones que añada la compañía. Además, en el momento que un particular efectúa una compra o venta de participaciones, la operación se hace efectiva al siguiente día hábil.

Una de las principales razones para elegir invertir en fondos de inversión es porque te permite ser propietario de muchas empresas sin tener que adquirir acciones de cada una de ellas. Esto quiere decir que en el momento en el que adquieres las participaciones, realmente estás comprando una gran cantidad de empresas por un precio muy reducido, lo que permite a todas aquellas familias, cuya capacidad de ahorro sea reducida, poder invertir sus capitales en productos muy diversificados a un precio razonable.

Clases de fondos de inversión

Una institución de inversión colectiva puede destinar el capital obtenido de los inversores a crear diferentes tipos de fondos de inversión, puesto que normalmente cada fondo tiene asociada una filosofía de inversión, es decir, su razón de ser. Existe una gran cantidad de fondos y se pueden hacer muchas clasificaciones. Pero antes de eso, es necesario conocer las filosofías de inversión que pueden adoptar tanto inversores particulares como cualquier agente que esté interesado en los mercados financieros. Y es que para obtener rendimientos positivos es necesario tener una estrategia propia y aplicarla de manera consistente. La forma tradicional en la que se ha invertido en los mercados financieros ha sido a través de analizar de forma exhaustiva las cuentas anuales y todo lo relativo a la información cuantitativa y cualitativa de la empresa, lo que se conoce como análisis fundamental, con el objetivo de calcular el valor intrínseco de una compañía y pagar por la misma un precio mucho menor. Esto se conoce como *value investing*, o inversión en valor, es decir, invertir en empresas con mucho potencial y con un precio relativamente bajo. Inversores como Warren Buffet o Joel Greenblatt son grandes exponentes de esta filosofía.

Por otro lado, existe la filosofía de invertir en empresas que estén en crecimiento, es decir, compañías que se espera que sus beneficios empresariales crezcan en un futuro y, por tanto, existe un sentimiento alcista sobre su valor de cotización. Peter Lynch fue un inversor que en gran medida utilizaba esta estrategia en su fondo Magellan, en Fidelity Investments. Por último, se encuentra la filosofía *momentum*, una táctica más novedosa que se basa sobre todo en el análisis técnico. Y es que esta idea se basa en la hipótesis de los mercados eficientes por la creencia de que el precio de las acciones refleja toda la información disponible en el mercado, al comprar valores que se encuentran en alza. Es decir, la estrategia se resume en seleccionar acciones que estén en tendencia alcista para incorporarlas en las carteras. Personas como José Antonio Madrigal pueden considerarse inversores *Momento*.

A parte de todas las estrategias, existen muchas más, cada una más diferente que la anterior, ya que la forma en la que se invierte debe ser una decisión personal que se ajuste a nuestras necesidades. Existen muchos agentes que buscan empresas que repartan dividendos constantes y crecientes, con el objetivo de obtener flujos de caja positivos a través de esos repartos, otros optan por invertir según estrategias de análisis técnico, según la ubicación de las empresas para diversificar la cartera geográficamente, o también existe la idea de invertir en empresas cíclicas, porque, como dice Peter Lynch, sus ingresos suben y bajan de manera periódica y, si conocemos bien el ciclo que sigue el sector o la empresa, podemos intentar anticipar cuando va a subir o bajar una acción.

Por lo tanto, teniendo en cuenta todas las estrategias que pueden llevar a cabo la mayoría de los inversores, tanto particulares como institucionales, podemos hacer una clasificación según la tipología de fondos de inversión:

- ✓ Según los activos financieros en los que invertir. Ya sea renta variable, renta fija, *commodities*, derivados financieros, activos inmobiliarios, activos monetarios u otros activos financieros.
- ✓ Según la divisa: Existen fondos que invierten en determinados activos, pero en diferentes monedas. Por ejemplo, un fondo de inversión que invierte en renta variable europea en divisa USD, EUR o GBP.
- ✓ Según la gestión de las rentas: Determinados activos financieros, sobre todo los de *fixed income*, reparten una serie de intereses durante el año que deben ser gestionados. También debemos incluir en esta clasificación a los activos de renta variable que reparten dividendos, ya que también se considera renta. Por un lado, se encuentran los fondos de reparto, dónde estos capitales generados por los activos en propiedad son repartidos a los partícipes del fondo y, como contraparte, los fondos de acumulación, cuya filosofía es no repartir estas rentas para aumentar el tamaño del fondo.
- ✓ Según las garantías: Dentro de esta clasificación se encuentras los fondos garantizados, cuya rentabilidad está asegurada mientras se mantenga en propiedad durante un tiempo concreto, los parcialmente garantizados, dónde la rentabilidad está salvaguardada siempre que se cumplan unas condiciones concretas, en caso contrario, los beneficios no son fijos, y los no garantizados

que, como su nombre indica, no existe ninguna garantía sobre la rentabilidad futura.

- ✓ Según la gestión. Un fondo de inversión puede estar gestionado por un equipo gestor, por una única persona o simplemente no estar gestionado por nadie y simplemente replicar un índice. Por tanto, existen los fondos de gestión activa, cuya gestión esta delegada a un equipo gestor especializado en los activos en los que vaya a invertir el fondo y la estrategia dependerá de ellos y los fondos de gestión pasiva, cuya finalidad es replicar el *asset allocation* de un índice en concreto para obtener la misma rentabilidad que el *benchmark*. Además, el objetivo de los fondos de gestión activa suele ser batir a su índice de referencia, mientras que los fondos de gestión pasiva se conforman con obtener la rentabilidad del mercado.

Variables que influyen en la rentabilidad de un fondo de inversión

Las variables que intervienen en la gestión e interacción en los fondos de inversión son muy variadas y afectan a diferentes ramas de la institución. De hecho, al discernir entre qué activo financiero elegir según nuestras necesidades personales, debemos tener en consideración todos los factores que afectan al producto para poder tener una opinión crítica del mismo e intentar maximizar nuestra rentabilidad.

Comisiones

En primer lugar, las comisiones que reportan esta clase de activos son muy diversas. Las comisiones son gastos fijos que lastran la rentabilidad de la inversión en cualquier circunstancia del mercado. El efecto del interés compuesto es determinante, por lo que, si mantenemos una inversión durante un largo periodo de tiempo pagando unas comisiones periódicas por la misma, este efecto provocará una disminución exponencial de nuestra rentabilidad, a pesar de que las compañías que posea el fondo hayan generado unos buenos resultados. Por tanto, parecería que una de las claves para elegir un fondo u otro sería la minimización de las comisiones en pro de maximizar las oportunidades de obtener unos beneficios por encima del *benchmark*. Sin embargo, las comisiones son los precios que se pagan por adquirir un fondo de inversión, y, a priori, cuanto mayor comisión, puede implicar un mejor equipo gestor, mejores estrategias etc. En resumen, estos costes deben tenerse en cuenta a la hora de elegir un fondo de

inversión u otro, ya que es un factor muy importante del que depende nuestra rentabilidad.

Fiscalidad

Otra característica que puede generarnos dudas a la hora de decidir qué producto adquirir es la fiscalidad. Al comprar participaciones de un fondo de inversión no existe necesidad de tributar, ni por incremento patrimonial ni por las posibles plusvalías que se generen entre la diferencia entre los valores liquidativos. Sin embargo, en el momento que se haga efectiva una ganancia o pérdida patrimonial, por ejemplo, cuando vendemos nuestras participaciones, debemos reflejarlo en el IRPF del año en cuestión, tributando por un 19% para ganancias de hasta 6.000€, 21% si se encuentran entre 6.000€ y 50.000€, y del 23% para plusvalías superiores a 50.000€. Además, el traspaso de capital entre fondos está exento fiscalmente, a pesar de que las participaciones anteriores hayan generado rentabilidades positivas. Estos resultados acumulados se conocen como plusvalía latente y solo se tributará como un incremento o decremento patrimonial cuando se formalice la venta o cesión de las participaciones. Esto puede ser beneficioso, porque te permite diferir el pago de impuestos a un momento posterior y poder capitalizar todas esas ganancias durante un mayor tiempo. Existen otros productos como los fondos cotizados o ETFs que no presentan esta cualidad, ya que en el momento que se realiza cualquier cambio, ya sea trasmisión de participaciones, venta o cesión, se debe tributar por las ganancias acumuladas hasta dicha fecha.

Por otro lado, las características individuales de las instituciones de inversión colectiva pueden afectar indirectamente a la rentabilidad de los productos. Y es que factores como el tamaño de la compañía, su imagen o su filosofía pueden minorar la rentabilidad potencial o también pueden diferir con los objetivos que posee cada inversor particular. En concreto, existen fondos de inversión que están destinados a invertir en activos concretos y no pueden desviarse de la idea principal, como por ejemplo fondos sobre renta variable o renta fija. Otros optan por invertir en un sector industrial concreto, en materias primas, en activos de una zona geográfica, en productos sobre una divisa única etc. Esto puede ser un factor positivo, porque ofrece al inversor un gran abanico de opciones dónde depositar sus ahorros en función de hacia dónde cree que se va a mover el mercado o en que sector o zona geográfica va a haber mejores rentabilidades. Sin embargo, para el equipo gestor puede suponer un impedimento, ya que puede haber momentos en los que en determinados sectores o en determinadas áreas no sea

recomendable invertir, por circunstancias macroeconómicas o conflictos políticos, y, a pesar de ello, se vean en la obligación de seguir adelante. Además, la manera de pensar y enfocar la inversión de los gestores debe estar alineada con la filosofía del fondo, ya que de lo contrario podrían generarse problemas internos derivados de las diferencias entre las creencias de los gestores y los ideales del fondo que podrían afectar a la rentabilidad esperada.

Tamaño de la empresa

El tamaño del capital que se gestiona en este tipo de compañías es un factor que tener muy en cuenta, ya que la idea principal es que cuanto mayor es el dinero disponible para invertir en activos financieros, menor suele ser la importancia que se le da a empresas *small caps* o *micro caps*. Y es que, como diría John Bogle, las reglas de la aritmética básica no fallan. Este tipo de empresas de pequeña y mediana capitalización, como su propio nombre indica, tienen un tamaño reducido, y si un fondo relativamente grande quisiera entrar en este tipo de empresas, debería comprar la compañía entera para poder tener una participación algo notable en el total de su *portfolio*. En términos numéricos, si un fondo de inversión gestiona 100.000 millones de dólares y decide invertir en una *small cap* cuya capitalización es de 5 millones, su participación representaría un 0,005% de su cartera, en el caso de que comprara todas las acciones de la compañía. Además, si aumenta el tamaño de un fondo, la facilidad para entrar y salir de un valor se complica, porque la cantidad de acciones que debe adquirir el fondo es mucho mayor y, por tanto, las operaciones se vuelven mucho más complicadas por el volumen de estas, ya que en muchas ocasiones estas compras o ventas no se pueden ejecutar de golpe y deben ejercerse poco a poco. En resumen, al adquirir cierto tamaño los fondos de inversión suelen optar por empresas mucho más grandes, para poder realizar inversiones que tengan una importancia relativamente importante en sus carteras, ya que apostar por empresas pequeñas no les supondría un incremento sustancial de sus rentabilidades. Aunque este tipo de empresas generen una rentabilidad del 50-60%, al tener una participación tan pequeña, no les interesaría. Por eso, un factor a tener en cuenta a la hora de invertir en un fondo u otro es el tamaño del mismo, puesto que normalmente los fondos grandes tenderán a invertir la mayor parte de su capital en *blue chips* o *large caps*, por lo que, si preferimos destinar nuestros ahorros a pequeñas empresas, deberíamos tratar de elegir fondos que gestionen capitales no muy elevados.

Problemas de agencia

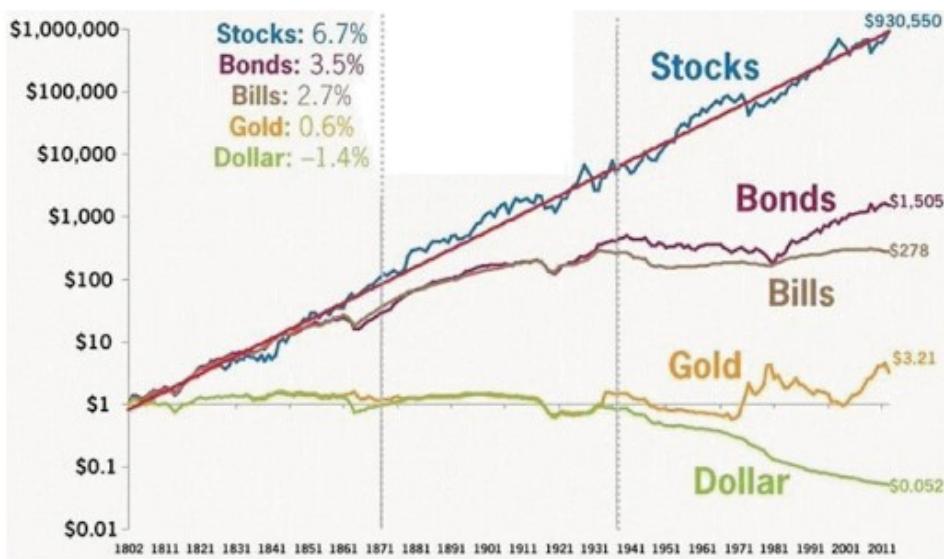
Por último, también hay que ser consciente de que pueden existir problemas de agencia en este tipo de compañías. Como ya he dicho, los gestores están casi obligados a invertir en un mercado concreto para seguir la filosofía del fondo y mantener contentos a los inversores. Por eso, los niveles de riesgo que debe asumir el equipo gestor también suelen estar impuestos, por lo que, aunque el equipo vea una inversión con mucho potencial, pero con un riesgo superior a lo que marcan los directores del fondo, deberán elegir una opción más conservadora para poder mantener su puesto de trabajo. La razón es que los clientes de dicho fondo de inversión quieren que se utilice su capital en las inversiones que ellos han decidido, sin importar que en otro mercado puedan existir otras alternativas. Por ello, los directivos exigen a los gestores que se centren en el mercado objetivo que dictamina la filosofía del fondo. Por esta razón, pueden darse situaciones en las que los gestores miren más por mantener su puesto de trabajo, es decir, seguir las órdenes que le impone el fondo e invertir todo el capital en el segmento de mercado que sigue el producto a pesar de que sea un mercado bajista o con muy pocas oportunidades de inversión, antes que tratar de maximizar la rentabilidad de los inversores, generando conflictos de intereses entre los partícipes y el equipo gestor. Lo que quiere el equipo directivo de un fondo de inversión es que sus gestores obtengan rentabilidades por encima de la media, o simplemente rentabilidades positivas que satisfagan a sus clientes, siguiendo siempre la orientación que tiene este producto (si es un fondo de inversión que invierte en renta variable española, no puede invertir mucho capital en mercados emergentes, porque se saldría de la filosofía del fondo), por lo que este equipo gestor debe ingeníárselas para generar rentabilidades positivas sin dejar atrás la filosofía del fondo.

El tiempo como variable fundamental

A la hora de tomar la decisión de invertir en los mercados financieros, debemos tener en mente cuál es el horizonte temporal de nuestra inversión, es decir, si buscamos obtener rentabilidades en el corto, medio o largo plazo. Esto depende de cuándo vamos a necesitar el dinero que estamos dispuestos a invertir. Si por ejemplo estamos pensando invertir en el largo plazo, deberíamos utilizar unos ahorros que no vayamos a necesitar en bastante tiempo, teniendo en cuenta el riesgo que soportamos.

Existen muchos autores como Warren Buffet, Jeremy Siegel o John Bogle, entre otros, que creen que el mercado de renta variable siempre es alcista en el largo plazo. De

Ilustración 1 Rentabilidades históricas de diferentes activos (1802-2013)



hecho, históricamente la renta variable ha ofrecido un retorno de 6,7% anualizado.

Por esta razón, mantener la inversión durante un tiempo elevado suele tener consecuencias muy positivas sobre la rentabilidad, ya que entra en juego el interés compuesto, generando un efecto multiplicador sobre nuestra operación. Esto es porque si hoy ejecuto una inversión de 1.000€, y obtengo una rentabilidad del 10% durante 1 año, el año siguiente tendré invertidos 1.100€, por lo que si vuelvo a obtener los mismos resultados, las ganancias no se aplicarán sobre los 1.000€ iniciales, sino sobre los nuevos 1.100€. Por lo tanto, el tiempo es un factor crucial a tener en cuenta en nuestros proyectos, ya que, a mayor horizonte temporal, mayores posibilidades existen de poder utilizar el efecto exponencial del interés compuesto a nuestro favor.

Historia de los fondos de inversión y aparición de la gestión pasiva

Los fondos gestionados tienen mucho más recorrido que los indexados, ya que sus orígenes se remontan a finales de la Edad Media donde algunos comerciantes organizaban las primeras inversiones directas en *Ausbourg*. También, en el siglo XVII,

existía la figura de *Administratie Kantooren*, que eran entidades que actuaban como intermediarios financieros y funcionaban de una manera similar a la de un fondo de inversión actual. Otro ejemplo que quizás se asemeja más a lo que hoy conocemos como una IIC es el caso de los *Parish Trust*, donde diferentes iglesias escocesas durante el siglo XVIII recogían las aportaciones que recibían de los fieles y las invertían en proyectos con buenas expectativas. Por último, en España podemos situar la primera aparición de la idea de IIC en la ley del 15 de julio de 1952 sobre el régimen jurídico de las sociedades de inversión mobiliaria que, sustituida por la ley del 26 de diciembre de 1958 y complementada por el Decreto-Ley 7/1964 introducían y contemplaban la idea de un fondo de inversión.

Como vemos, la delegación de la gestión del capital lleva presente en nuestra sociedad mucho tiempo, y a lo largo del tiempo este cometido ha ido evolucionando hasta convertirse en lo que conocemos hoy. No fue hasta 1975 cuando *The Vanguard Group* introdujo por primera vez en el mercado los fondos indexados, por lo que en este año 2020 se cumplen 45 años desde el lanzamiento de este producto. A partir de aquí, surgieron otros productos que se asemejan a los fondos que replican un índice, como son los ETFs (exchange-traded funds), introducidos por primera vez en el mercado en 1993 por la misma compañía. John Bogle, fundador de *Vanguard* y considerado el padre de la gestión pasiva, creó este tipo de productos como alternativa a la problemática que ofrecían los fondos de inversión tradicionales. En su libro “el pequeño libro para invertir con sentido común”, expone multitud de razones para evitar la gestión activa y optar por una estrategia de indexación. Entre ellas se encuentra el sesgo en favor de las rentabilidades a corto plazo, ya que existe la falsa creencia de que los fondos que han sido ganadores los últimos años volverán a serlo en los años venideros. Y esto es una falacia en toda regla, porque las rentabilidades pasadas no garantizan los rendimientos futuros. Ocurre lo mismo en baloncesto, con el fenómeno conocido como *Hot Hand* o mano caliente, donde si un jugador ha metido una cantidad considerable de tiros libres durante su carrera, se espera que el siguiente tiro que realice lo enceste sin prácticamente ninguna duda, creencia que está infundada pero que aparece por la psicología humana. Además, Bogle afirma que a pesar de que históricamente muy pocos fondos de inversión de gestión activa han batido al índice de manera consistente, existe una pequeña minoría que si lo ha logrado. Ahora bien, ¿podemos ser capaces de adivinar cuál de estos fondos va a ser rentable de manera consistente, siendo que,

durante el camino, todos sufren grandes movimientos bajistas? Es algo muy complicado.

Por lo tanto, la opción que plantea este autor es conformarse con la rentabilidad que ofrece el mercado y no tratar de superarlo buscando fondos gestionados, ya que es muy complicado encontrar el fondo que va a batir al mercado de forma estable y es muy difícil mantener sus participaciones el suficiente tiempo. Otros autores como Paul Samuelson apoyan la teoría de Bogle, con frases como “los inversores deben abandonar la búsqueda de esas pequeñas agujas en enormes pajares”, dando a entender que, en vez de buscar la aguja en el pajar, la solución que ofrece es comprar el pajar.

Características de la gestión activa y la gestión pasiva

Está claro que la diferencia principal entre ambas estrategias es que la gestión activa trata de obtener rendimientos superiores a la media del mercado con diversas habilidades propias de cada equipo gestor, mientras que la gestión pasiva busca obtener la rentabilidad que da el mercado simplemente replicando un índice. Pero existe mucha literatura y mucha filosofía detrás de cada una de estas estrategias.

En primer lugar, no olvidemos que la obtención de la rentabilidad de un fondo de inversión se basa en una fórmula que tiene en cuenta el valor liquidativo de las participaciones en el momento de la compra y en el momento de la venta. La fórmula es: Rentabilidad = [(Valor liquidativo actual – Valor liquidativo inicial) / Valor liquidativo inicial] * 100

Por eso, el objetivo de una IIC es incrementar el valor liquidativo de sus participaciones, para ofrecer mayores rentabilidades a sus clientes y poder aumentar sus clientes potenciales y obtener mayores rendimientos con las comisiones de compraventa, suscripción y mantenimiento.

Uno de los factores que hace especial a un fondo es el equipo gestor que existe detrás, pero es una variable que muchas veces es difícil de cuantificar. Sin embargo, existe una medida conocida como *Alpha* que trata de calcular el efecto positivo o negativo que han ofrecido los gestores sobre la rentabilidad obtenida. Es decir, un fondo de inversión con un coeficiente *Alpha* elevado implica que gran parte de los beneficios obtenidos por la institución se deben a la buena gestión del equipo. En ocasiones, los fondos ofrecen buenos números, pero con un *Alpha* bajo, o incluso negativo. La explicación que hay detrás son los movimientos del mercado, ya que, si una IIC tiene la mayoría de sus

posiciones largas, y el mercado presenta una tendencia alcista generalizada, los resultados del fondo no son solo gracias a la gestión del equipo, sino que se debe a los movimientos naturales del mercado que favorecen las posiciones. Por eso, es importante medir este coeficiente sobre todo en momentos de recesión, correcciones o mercados bajistas, dónde la gestión del equipo es primordial para lograr rentabilidades positivas. Pero el hecho de que un fondo de inversión posea unos niveles altos de este parámetro no implica necesariamente que sea una gestión adecuada, ya que se puede dar el caso en el que se lleven a cabo operaciones con derivados en exceso que aumentan considerablemente el *Alpha*, pero también incrementa significativamente el riesgo, con la finalidad de ofrecer un mejor rendimiento del fondo de cara a la captación de nuevos clientes.

Por otro lado, los fondos de gestión pasiva no necesitan ofrecer ningún parámetro que mida la eficiencia del equipo gestor, ya que simplemente se limitan a seguir un índice y replicarlo al pie de la letra. De hecho, uno de los objetivos principales que deben buscar los inversores en este tipo de gestión es evitar sesgos que les permita actuar de manera irracional, ya que, en ciertas ocasiones de alta volatilidad, cegados por el nerviosismo y la aleatoriedad del mercado en el corto plazo, puede llevarlos a comprar o vender anticipadamente y erosionar su rentabilidad. Todo esto porque se busca automatizar la inversión, es decir, no utilizar sistemas complejos para sacar rendimiento a nuestro capital, sino que dejar de buscar superar a la media y conformarnos con la rentabilidad que ofrece el *benchmark*.

Debemos tener en cuenta que, tanto la gestión activa como la pasiva tienen ventajas e inconvenientes, y que no hay ninguna estrategia infalible. Por ello, es necesario analizar los pros y contras de estos dos tipos de fondos de inversión.

✓ Gestión pasiva

➤ Ventajas

En primer lugar, la gestión pasiva posee una ventaja muy importante frente a la gestión activa, y son los costes. Como ya he comentado, las comisiones que repercuten a sus clientes son inferiores a las de los fondos tradicionales al carecer de un gran equipo gestor. Esto permite a los inversores realizar mayores operaciones, porque su coste es bastante más reducido, por lo que se puede aprovechar de lo que se conoce como

dollar-cost averaging o promedio del coste de las participaciones. Es decir, comprar a diferentes precios, tanto en las caídas como en las subidas, para promediar el coste de dichas compras con el objetivo de reducir de manera considerable la volatilidad. Además, esto permite que se pueda crear el hábito de invertir de manera periódica, ya sea programando la compra de las participaciones de manera mensual, trimestral o anual, o realizando la compra manualmente. Otra de las ventajas que ofrece la gestión pasiva es que, al replicar un índice, no se necesita hacer un estudio exhaustivo del mercado para analizar la viabilidad de la inversión, a lo que se le puede añadir que cuando una empresa no recoge las condiciones que requiere dicho índice, es expulsada y en su lugar entra otra que sea apta. En el caso del IBEX 35, uno de los requisitos que deben cumplir las empresas para cotizar en este indicador es que la capitalización media computable en el índice de la compañía sea superior en un 0,30% con respecto a la capitalización media del selectivo durante un periodo de control. A parte, es importante destacar que con la utilización de fondos indexados no se trata de batir al mercado, sino de conformarse con la rentabilidad de este, lo que hace que sea un producto mucho menos complejo, ya que algunos fondos tradicionales suelen utilizar estrategias muy complejas para analizar empresas que no garantizan la superación del *benchmark*.

➤ Inconvenientes

La primera desventaja que ofrece la gestión pasiva es que, al replicar un índice y evitar cualquier tipo de ajuste o gestión de las carteras, los clientes están expuestos a burbujas, *value trap* o trampas de valor, ya que normalmente para entrar en un índice bursátil que sea representativo, se exigen requisitos de capitalización bursátil, por lo que si el mercado no valora adecuadamente la compañía o se encuentra en situación de sobrecompra, es un riesgo que corre el inversor. Además, otro inconveniente es que, al obtener la rentabilidad de mercado, los clientes están expuestos a recesiones, correcciones o crisis de mercado, ya que, si una economía entra en recesión, el índice bursátil también caerá, y al no existir ningún tipo de gestión, no existe la posibilidad de evitar esos sucesos. Por otro

lado, al invertir en un índice, lo que se hace simplemente es replicarlo y, por lo tanto, no existe un análisis de por qué se compra una compañía u otra.

✓ **Gestión activa**

➤ **Ventajas**

La ventaja más importante que ofrece es la posibilidad de superar la rentabilidad del mercado en alguna ocasión. Bien es cierto que muy pocos fondos en la historia han batido al mercado de manera consistente. Sin embargo, existen casos como el de Peter Lynch que logró batir al S&P 500 durante el periodo de 1977 a 1990, con una rentabilidad anualizada del 29%. Por lo tanto, a pesar de que es complicado, existe la posibilidad de que algún fondo bata al mercado de forma consistente durante un periodo de tiempo. Además, es cierto que, en el corto plazo, algunos fondos de gestión activa pueden lograr rentabilidades excelentes que, a pesar de pagar comisiones más elevadas, sale a cuenta pagar un extra por obtener una mejor rentabilidad. Por ejemplo, el caso del fondo *Scion Capital*, gestionado por Michael Burry, quién consiguió una rentabilidad del 489,34% gracias a una operación dónde utilizando derivados financieros se posicionó en contra del mercado hipotecario durante la crisis de las hipotecas subprime. Por otro lado, el equipo gestor que hay detrás del fondo, ha hecho un estudio previo a la compra de las compañías que se tienen en cartera, por lo que hay una estrategia a seguir y existe un motivo de la operación, ya que en la gestión pasiva simplemente se replica un índice y no se busca razonar la compra o venta de una compañía, simplemente se compra o se vende porque lo dice el índice.

➤ **Inconvenientes**

Los principales inconvenientes de los fondos de gestión activa son los costes que tienen que soportar los clientes, ya que en muchas ocasiones se encuentran con comisiones de suscripción, de gestión y de mantenimiento de hasta el 4,50%, lo que significa que para poder batir al *benchmark*, parten de una posición inicial de un -4,50%, porque los

inversores por el hecho de comprar las participaciones ya cargan con un lastre que erosiona sus rendimientos finales.

Metodología

La finalidad de este trabajo es conocer qué ha sido más rentable en el pasado, los fondos de inversión de gestión activa o pasiva sobre empresas españolas. Para ello, se han utilizado un total de 25 fondos de gestión activa que han sido contrastados con el IBEX 35 y el IBEX 35 con dividendos como *benchmark*. Para elegir estos 25 fondos de inversión se ha utilizado la web de *Morningstar*, dónde se han buscado todos los fondos de inversión que tengan la categoría de “RV España” y que sean de gestión activa. Existen un total de 127 fondos con esos filtros, por los que he optado por escoger una muestra de 25 productos que sea representativa. En esta página web, los fondos de inversión tienen una calificación en función de su rendimiento, teniendo los mejores fondos 5 estrellas y los peores 1 estrella. Por eso, se han seleccionado 5 fondos de cada nivel de eficiencia para analizar tanto los que ofrecen rendimientos mejores como los que no. Además, se ha intentado elegir fondos de diferentes instituciones para obtener datos que no estén sesgados hacia ciertas IIC. Además, el horizonte temporal que se contempla son 10 años, ya que en *Morningstar* solo ofrecen rentabilidades anuales para este periodo. Concretamente, se ha estudiado el periodo 2010-2019, tanto en la gestión pasiva como en el IBEX 35. En la siguiente tabla, se encuentran detallados las características de los fondos seleccionados.

Tabla 1 Fondos de inversión seleccionados como muestra del estudio

FONDO	ISIN	Gestora	
5 estrellas	Renta 4 Bolsa R FI	ES0173394034	Renta 4 Gestora
	Gesconsult Renta Variable A FI	ES0137381036	Gesconsult
	Santander Small Caps España A FI	ES0175224031	Santander Asset Management
	Fidelity funds - Iberia fund A-acc-EUR	LU0261948904	FIL Investment Management
	Metavvalor FI	ES0162735031	Metagestión
4 estrellas	Santalucía Espabolsa A FI	ES0170147039	Santalucía Asset Management
	Bestinver bolsa FI	ES0147622031	Bestinver
	BPI Global Investment Fund Iberia I	LU0292622254	CaixaBank Asset Management Luxembourg
	Eurovalor Bolsa Española FI	ES0133524035	Santander Asset Management
	Bankia Small & Mid Caps España Universal FI	ES0138800034	Bankia A.M
3 estrellas	BNP Paribas Bolsa Española FI	ES0125471039	BNP Paribas
	Bankinter Bolsa España R FI	ES0125621039	Bankinter G.A
	Caixabank Bolsa Gestión España Estándar FI	ES0105182036	CaixaBank Asset Management
	Ibercaja Bolsa España A FI	ES0147186037	Ibercaja Gestión S.G.I.I.C
	Laboral Kutxa Bolsa FI	ES0115467039	Caja Laboral
2 estrellas	Sabadell España Dividendo Base FI	ES0111092039	Sabadell Asset Management
	Liberbank Renta Variable España A FI	ES0111038032	Liberbank Gestión
	Imantia RV Iberia FI	ES0107472039	Imantia Capital
	BBVA Bolsa Plus FI	ES0142451030	BBVA A.M
	DP Bolsa Española A FI	ES0170901005	Bank Degroof Petercam
1 estrella	Caixabank Bolsa España 150 Estándar FI	ES0137878031	Caixabank Asset Management
	Sabadell España Bolsa Base FI	ES0174404030	Banco Sabadell
	BBVA Bolsa FI	ES0138861036	BBVA A.M
	Okavango Delta A FI	ES0167211038	Abante Asesores Gestión
	Sabadell España Bolsa Cartera FI	ES0174404006	Sabadell Asset Management

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

Además, los datos de las rentabilidades anuales y anualizadas, así como las comisiones que se han utilizado para el estudio se han extraído de las fichas que se encuentran públicas en la web *Morningstar* de cada uno de los fondos de inversión. Por otro lado, los datos históricos del IBEX 35 se han extraído de BME y los del IBEX 35 con dividendos de las bases de datos de *El Economista*.

El procedimiento del estudio se ha basado en buscar las rentabilidades anuales y anualizadas a 10 años de los 25 fondos, teniendo en cuenta que son rentabilidades brutas sin tener en cuenta las comisiones. Por ello, tras disponer de estos datos, se les han descontado los gastos corrientes, comisiones de suscripción y de reembolso para obtener las rentabilidades netas. Al no tributar por estas plusvalías latentes, no se ha

tenido en cuenta el efecto impositivo, ya que solo se hace efectivo en el momento de la liquidación de la posición. Para cada categoría, se ha hecho un promedio de los 5 fondos para obtener un rendimiento medio de cada estrato en cada año, obteniendo como resultado los rendimientos medios de los 5 fondos muestrales durante los 10 años del estudio. Además, también se han utilizado datos de las rentabilidades anualizadas, ofrecidos por la misma pagina web, para conocer el rendimiento medio durante los últimos 10 años utilizando una media geométrica teniendo en cuenta que el resultado de una inversión de un periodo superior a 1 año no es lineal, sino exponencial, ya que se acumulan las ganancias y se genera un efecto conocido como interés compuesto. Por último, la volatilidad de cada uno de los fondos se ha calculado como la desviación típica de las rentabilidades durante los 10 años. Además, el concepto de *premium risk* hace referencia al plus de rentabilidad que debe ofrecer un producto como consecuencia de una mayor volatilidad. Se calcula como la diferencia entre las volatilidades de 2 productos, y esto debe restarse al rendimiento del producto más volátil para obtener la rentabilidad descontando esta prima de riesgo.

Toda esta información se compara con los rendimientos del IBEX 35 con dividendos, que no deja de ser la comparación final entre los fondos de gestión activa y la gestión pasiva, ya que se ve claramente en que años y que categorías de fondos superan al IBEX 35 con dividendos.

Análisis de resultados

Tabla 2 Fondos de inversión 5 estrellas

5 ESTRELLAS (17/127)					
Periodo	Promedio fondos	IBEX 35	IBEX 35-DIV	Promedio fondos-Ibex 35 DIV	Promedio fondos-IBEX 35
2010	2,016%	-9,944%	-14,638%	16,654%	11,960%
2011	1,912%	-20,726%	-10,291%	12,203%	22,638%
2012	-2,430%	-4,016%	0,006%	-2,436%	1,586%
2013	30,784%	18,588%	22,582%	8,202%	12,196%
2014	1,224%	3,622%	12,460%	-11,236%	-2,398%
2015	8,796%	-8,258%	1,505%	7,291%	17,054%
2016	1,042%	8,125%	4,686%	-3,644%	-7,083%
2017	13,802%	7,823%	10,962%	2,840%	5,979%
2018	-12,932%	-18,290%	-12,492%	-0,440%	5,358%
2019	6,900%	5,438%	18,066%	-11,166%	1,462%
Rent. Anualizada 10 años	1,008%	-1,764%	3,285%	-2,277%	2,772%
Volatilidad	12,502%	12,612%	12,929%	-0,427%	-0,110%

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

En primer lugar, dentro de la categoría 5 estrellas, se encuentran los fondos con mejor calificación que invierten en renta variable española. Existen 17 fondos con estas características, de los cuales se han seleccionado 5 como muestra representativa. Estos 5 fondos son Renta 4 Bolsa R FI, Gesconsult Renta Variable A FI, Santander Small Caps España A FI, Fidelity funds – Iberia fund A-acc-EUR y Metavvalor FI, que han sido seleccionados por ser los únicos que presentaban una antigüedad de 10 años o más e invertían exclusivamente en renta variable española, ya que muchos otros tenían altos porcentajes de su *asset allocation* en países diferentes y en productos distintos como renta fija. Las celdas que se encuentran en color rojo significan que el IBEX 35-DIV ha obtenido rentabilidades superiores a la gestión activa, por lo que, durante los años 2012, 2014, 2016, 2018 y 2019, el selectivo español ha ofrecido mejores rentabilidades que los mejores fondos que invierten en España. Además, la rentabilidad anualizada de los 5 fondos se ha calculado con una media aritmética, para conocer la rentabilidad anualizada promedio de los fondos *premium*. Podemos concluir que, en este apartado, el IBEX 35-DIV ha superado a la gestión pasiva en términos medios, además que la diferencia de rentabilidad es superior a la diferencia de volatilidad, es decir, que el IBEX 35-DIV ofrece rendimientos superiores en un 2,277% con un plus de volatilidad o

premium risk de 0,427%. Sin embargo, la gestión activa ha batido al IBEX 35 sin dividendos en términos medios en un 2,772%, además ofreciendo una volatilidad un 0,110% inferior al índice.

Tabla 3 Fondos de inversión 4 estrellas

4 ESTRELLAS (32/127)					
Periodo	Promedio fondos	IBEX 35	IBEX 35-DIV	Promedio fondos- Ibex 35 DIV	Promedio fondos-IBEX 35
2010	-0,946%	-9,944%	-14,638%	13,692%	8,998%
2011	7,524%	-20,726%	-10,291%	17,815%	28,250%
2012	-9,358%	-4,016%	0,006%	-9,364%	-5,342%
2013	28,768%	18,588%	22,582%	6,186%	10,180%
2014	-0,558%	3,622%	12,460%	-13,018%	-4,180%
2015	4,812%	-8,258%	1,505%	3,307%	13,070%
2016	1,126%	8,125%	4,686%	-3,560%	-6,999%
2017	9,818%	7,823%	10,962%	-1,144%	1,995%
2018	-13,346%	-18,290%	-12,492%	-0,854%	4,944%
2019	11,160%	5,438%	18,066%	-6,906%	5,722%
Rent. Anualizada 10 años	-0,044%	-1,764%	3,285%	-3,329%	1,720%
Volatilidad	12,678%	12,612%	12,929%	-0,251%	0,066%

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

Respecto a los fondos de 4 estrellas, la gestión activa ha batido al IBEX 35-DIV durante 2010, 2011, 2013 y 2015, con una volatilidad media de 12,678%. Existen un total de 32 fondos que cumplen los requisitos para estar en la categoría 4 estrellas y que invierten en renta variable española, pero se han seleccionado 5 fondos representativos para llevar a cabo el estudio. Los fondos seleccionados son Santalucía Espabolsa A FI, Bestinver bolsa FI, BPI Global Investment Fund Iberia I, Eurovalor Bolsa Española R FI, Bankia Small & Mid Caps España Universal FI. Se han incluido fondos de gestoras extranjeras y un fondo que invierte en *small-mid caps*, es decir, en empresas de pequeña y mediana capitalización, para analizar la rentabilidad de fondos con diferentes estrategias. Además, los fondos activos han sido claros ganadores con respecto al selectivo sin dividendos, ya que la gestión pasiva solo ha superado a estos fondos en 2012, 2014 y 2016. La rentabilidad anualizada promedio de los 5 fondos analizados ha sido de -0,044%, es decir, superior al IBEX 35 en 172 puntos básicos, pero 332,9 puntos básicos inferior al IBEX 35 con dividendos. En este caso, los fondos han ofrecido una

volatilidad superior, por lo que el *premium risk* es inferior. Sin embargo, el IBEX 35-DIV sigue ofreciendo un 3,034% de rentabilidad promedio descontando la prima de riesgo, todavía superior a la rentabilidad de los fondos de gestión activa.

Tabla 4 Fondos de inversión 3 estrellas

3 ESTRELLAS (32/127)		Promedio fondos	IBEX 35	IBEX 35-DIV	Promedio fondos-Ibex 35 DIV	Promedio fondos-IBEX 35
Periodo						
2010	5,893%	-9,944%	-14,638%	20,530%	15,836%	
2011	-2,138%	-20,726%	-10,291%	8,154%	18,589%	
2012	-5,378%	-4,016%	0,006%	-5,384%	-1,362%	
2013	23,005%	18,588%	22,582%	0,423%	4,417%	
2014	2,398%	3,622%	12,460%	-10,062%	-1,224%	
2015	-6,663%	-8,258%	1,505%	-8,168%	1,595%	
2016	-3,970%	8,125%	4,686%	-8,656%	-12,095%	
2017	5,763%	7,823%	10,962%	-5,200%	-2,060%	
2018	-16,005%	-18,290%	-12,492%	-3,513%	2,285%	
2019	9,888%	5,438%	18,066%	-8,178%	4,450%	
Rent. Anualizada 10 años	-2,742%	-1,764%	3,285%	-6,027%	-0,978%	
Volatilidad	10,780%	12,612%	12,929%	-2,149%		-1,832%

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

En los fondos de 3 estrellas, existen 32 fondos que invierten en renta variable española, de los cuales se han seleccionado solamente 5 para estudiar una muestra que represente al conjunto de fondos. Los fondos de esta categoría que han sido estudiados son BNP Paribas Bolsa España FI, Bankinter Bolsa Española R FI, Caixabank Bolsa Gestión España Estándar FI, Ibercaja Bolsa España A FI y Laboral Kutxa Bolsa FI. Dentro de esta categoría, se ha incluido un fondo de una gestora extranjera, para no limitar el estudio a gestoras españolas. Adicionalmente, la gestión activa no bate ni al IBEX 35-DIV sin al selectivo sin dividendos por primera vez. Además, se aprecia una disminución de la volatilidad significativa, por lo tanto, los *premium risk* son 214,9 puntos básicos respecto al IBEX 35-DIV y 183,2 puntos básicos respecto al IBEX 35 sin dividendos. También se puede observar que la gestión activa solo supera a la pasiva en los años 2010, 2011, 2013 teniendo como referencia ambos índices, y adicionalmente respecto al IBEX 35 sin dividendos durante los años 2015, 2018 y 2019. Por otro lado, si descontamos la prima de riesgo a los rendimientos del IBEX 35 sin dividendos (activo más volátil que los fondos de categoría 3 estrellas), los rendimientos netos son -3,596%, es decir, inferiores que los de la gestión activa en condiciones de igual

volatilidad. O lo que es lo mismo, la diferencia de rendimientos |0,978%| es inferior a la diferencia de volatilidades |1,832%| en términos absolutos. Por último, el IBEX 35-DIV bate a la gestión activa en 602,7 puntos básicos, y la diferencia de rentabilidades |6,027%| es superior a la diferencia de volatilidad |2,149%|.

Tabla 5 Fondos de inversión 2 estrellas

2 ESTRELLAS (31/127)					
Periodo	Promedio fondos	IBEX 35	IBEX 35-DIV	Promedio fondos-Ibex 35 DIV	Promedio fondos-IBEX 35
2010	3,640%	-9,944%	-14,638%	18,278%	13,584%
2011	0,788%	-20,726%	-10,291%	11,079%	21,514%
2012	-6,288%	-4,016%	0,006%	-6,294%	-2,272%
2013	24,326%	18,588%	22,582%	1,744%	5,738%
2014	0,120%	3,622%	12,460%	-12,340%	-3,502%
2015	-4,030%	-8,258%	1,505%	-5,535%	4,228%
2016	-6,730%	8,125%	4,686%	-11,416%	-14,855%
2017	8,250%	7,823%	10,962%	-2,712%	0,427%
2018	-15,662%	-18,290%	-12,492%	-3,170%	2,628%
2019	6,724%	5,438%	18,066%	-11,342%	1,286%
Rent. Anualizada 10 años	-3,834%	-1,764%	3,285%	-7,119%	-2,070%
Volatilidad	11,529%	12,612%	12,929%	-1,400%	-1,083%

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

Dentro de esta categoría, existen 31 fondos que cumplen los requisitos para entrar en el estudio, de los cuales se han seleccionado 5 que componen una muestra representativa de este estrato de fondos. Los 5 fondos elegidos han sido Sabadell España Dividendo Base FI, Liberbank Renta Variable España A FI, Imantia RV Iberia FI, BBVA Bolsa España FI y DP Bolsa Española A FI. Dentro de esta categoría se ha incluido un fondo que invierte en empresas que reparten dividendos para poder comparar productos con diferentes estrategias. Respecto a los fondos de 2 estrellas, tanto el índice con dividendos como sin dividendos, supera a los rendimientos de los fondos de gestión activa. Durante los años 2010, 2011 y 2013, estos fondos han superado a ambos selectivos, y adicionalmente en los años 2015, 2017, 2018, 2019 al IBEX 35. Además, el *premium risk* no supera al diferencial de rentabilidad en ningún caso, por lo que los rendimientos netos de ambos índices siguen siendo superiores. Concretamente, el IBEX 35-DIV supera a los fondos de gestión activa en 7,119% que, si descontamos la prima por riesgo, son 571,9 puntos básicos a favor del selectivo y, por otro lado, el IBEX 35

ofrece rendimientos superiores por 207 puntos básicos brutos y 98,7 puntos básicos netos al descontar la diferencia de volatilidad por ser un activo más volátil.

Tabla 6 Fondos de inversión 1 estrella

1 ESTRELLA (15/127)		Promedio fondos	IBEX 35	IBEX 35-DIV	Promedio fondos-Ibex 35 DIV	Promedio fondos-IBEX 35
2010	4,170%	-9,944%	-14,638%	18,808%	14,114%	
2011	-3,190%	-20,726%	-10,291%	7,101%	17,536%	
2012	-7,923%	-4,016%	0,006%	-7,929%	-3,908%	
2013	40,117%	18,588%	22,582%	17,534%	21,528%	
2014	-0,803%	3,622%	12,460%	-13,263%	-4,425%	
2015	-6,137%	-8,258%	1,505%	-7,642%	2,121%	
2016	-10,175%	8,125%	4,686%	-14,861%	-18,300%	
2017	4,728%	7,823%	10,962%	-6,235%	-3,095%	
2018	-17,965%	-18,290%	-12,492%	-5,473%	0,325%	
2019	2,700%	5,438%	18,066%	-15,366%	-2,738%	
Rent. Anualizada 10 años	-5,550%	-1,764%	3,285%	-8,835%	-3,786%	
Volatilidad	15,847%	12,612%	12,929%	2,918%	3,235%	

Fuente: Elaboración propia con datos de Morningstar

Por último, los fondos con categoría 1 estrella ofrecen peores resultados que ambos selectivos. Dentro de esta categoría, encontramos 15 fondos, de los cuales se han seleccionado 5 para el estudio. Los 5 fondos seleccionados son Caixabank Bolsa España 150 Estándar FI, Sabadell España Bolsa Base FI, BBVA Bolsa FI, Okavango Delta A FI y Sabadell España Bolsa Cartera FI. Dentro de este grupo, el fondo Sabadell España Bolsa Cartera FI solo se han podido analizar los últimos 4 años, y no se ha podido elegir otro fondo, porque no existe ninguno que cumpla las características de ser 1 estrella e invertir en renta variable española. Si nos centramos en la rentabilidad anual, la gestión activa supera a los *benchmark* durante los años 2010, 2011 y 2013 y, adicionalmente al IBEX 35 durante los años 2015 y 2018. En esta ocasión, los fondos seleccionados

poseen una volatilidad superior a la de los índices, por lo que el *premium risk* se aplica a dichos fondos, ya que, al afrontar una mayor volatilidad, esperamos obtener mejores resultados que otros activos menos volátiles. Por eso, la rentabilidad anualizada promedio de la gestión activa es de -5,550%, a la que habría que descontar la prima por riesgo. Concretamente, la diferencia de rentabilidad entre el IBEX 35-DIV y los fondos de gestión activa es de 8,835%, es decir, 883,5 puntos básicos por debajo de la media del mercado y, respecto al IBEX 35, estos arrojan una rentabilidad un 3,786% inferior al *benchmark*. Además, en este caso la prima por riesgo beneficia a los índices, ya que son menos volátiles. Por lo que realmente a esos diferenciales habría que añadirles la diferencia de volatilidad.

Conclusiones

Tras haber analizado los 25 fondos de gestión activa que suponen una muestra de los 127 fondos que invierte en renta variable española, se puede concluir que, para cualquier categoría (de 5 a 1 estrella), en términos medios, no se logra batir la rentabilidad que ofrece el *benchmark* del IBEX 35-DIV y los de 3, 2 y 1 estrellas no consiguen superar la rentabilidad del IBEX 35. En primer lugar, cabe destacar que se ha hecho un estudio únicamente para el periodo 2010-2019, y no se han podido utilizar horizontes temporales más amplios por falta de datos históricos de los fondos de inversión. Por lo tanto, ha quedado de manifiesto que la gestión pasiva es una opción para considerar a la hora de invertir en fondos de inversión, ya que, durante los 10 últimos años, ha reportado unos rendimientos superiores en términos medios a los de los fondos de inversión de gestión activa. Y es que, si analizamos los datos, uno de los efectos que más ha erosionado la rentabilidad de los fondos han sido las comisiones, con unos gastos corrientes medios de 1,82%, comisiones de suscripción de 1,83% y comisión de reembolso de 0,45%. Todo ello supone unos costes medios por fondo de 4,10% anual, lo que significa que los fondos de gestión activa, independientemente de los resultados que obtengan durante el año, comienzan con una rentabilidad de -4,10%, mientras que los índices empiezan con 0%. Además, las comisiones también aumentan de manera exponencial y, por lo tanto, disminuyen de la misma forma los resultados de los inversores.

Por otro lado, hay que resaltar el papel de los dividendos en el mercado bursátil español. Y es que la mayoría de las empresas del IBEX 35 reparten bastantes dividendos a lo largo del año y, teniendo en cuenta que el selectivo no incluye un ajuste por dividendos, la rentabilidad de este se ve muy lastrada.

Cuando una empresa anuncia el reparto de dividendos, su cotización aumenta, ya que una gran parte de los inversores quieren cobrarlo, por lo que intentan adquirir acciones de dicha compañía. Muchas de las empresas cotizadas en el selectivo español optan por estrategias de *scrip-dividend*, es decir, en vez de repartir dividendos en efectivo, lo hacen a través de repartir acciones. Al aumentar el número de acciones en circulación, el valor de cada acción disminuye, y este efecto debe ser corregido con un ajuste. Sin embargo, el IBEX 35 no corrige esto. Por esta razón, durante los 10 últimos años, el IBEX 35-DIV ha ofrecido mejores resultados que el IBEX 35. De hecho, al comparar cualquier inversión con el índice español, debe tenerse en cuenta el ajuste por dividendo o directamente compararse con el IBEX 35-DIV, ya que ofrece una visión mucho más real de los resultados de la inversión, ya que la mayoría de las empresas españolas reparten dividendos que afectan de manera positiva a la rentabilidad.

En mi opinión, los fondos de gestión pasiva poseen mejores características que los de gestión activa, por lo que gran parte de la cartera de inversión debería estar destinada a fondos indexados, ya que los costes para suscribir participaciones son mucho menores, el *tracking-record* demuestra que el selectivo español se ha comportado mejor que los fondos de gestión activa y, sobre todo, por la situación bancaria española. En la situación actual, existe una fuerte competencia y, sectores emergentes como las *Fintech* o los *Roboadvisors*, están generando un enorme traspaso de capitales de la banca tradicional a la banca online. A esto hay que sumarle el miedo de la población a los bancos, derivado de la crisis de 2008, que hizo que muchas familias quebraran. Todo esto lleva al sector bancario a buscar beneficios a toda costa, y una de las formas de obtenerlos es a través de las comisiones de los fondos de inversión. Por ello, los costes que se pagan por suscribir fondos de gestión activa muchas veces no corresponden con los resultados de la gestión, sino que surgen como necesidad de mantener sus empresas a flote.

Existe una lucha entre la gestión pasiva y la gestión activa, y muchas veces nos lleva a caer en el sesgo de falso dilema, es decir, tener que elegir inevitablemente entre una u otra. Pero desde mi punto de vista las dos pueden ser complementarias. Sin embargo, la

gestión activa debería llevarse a cabo sin utilizar fondos de inversión, es decir, llevar a cabo la gestión de manera individual, para evitar todos los problemas que tiene un fondo de inversión de gestión activa que ya se han comentado durante el trabajo. Creo que hay muchas estrategias extraordinarias para poder obtener rentabilidades más que considerables en los mercados financieros siendo un inversor particular, y además puede ser incluso divertido, pero siempre y cuando se trate de personas cualificadas que estudian de manera exhaustiva el mercado y son capaces de entender las empresas en las que invierten y emitir juicios sobre las mismas. Por ello, para las personas cualificadas que se especialicen en el mundo de las finanzas, creo que la inversión individual es una opción para tener muy en cuenta, pero siempre manteniendo un porcentaje elevado en fondos indexados, ya que supone obtener la rentabilidad del mercado. Por otro lado, para todas aquellas personas que no les interesa el mundo de los mercados financieros, no quieren dedicar tiempo a analizar empresas o simplemente no tienen tiempo para ello, bajo mi punto de vista, deberían crear una cartera con un 100% de fondos de gestión pasiva, ya que permite al inversor obtener la rentabilidad del mercado sin necesidad de dedicar tiempo a analizar la situación económica.

A pesar de ello, en la industria de las finanzas existe una frase que se utiliza mucho, y es “rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”. Por lo tanto, está claro que en el pasado la gestión pasiva ha reportado buenos rendimientos, pero eso no significa que inequívocamente lo vaya a hacer en un futuro.

Anexos

Tabla 7. Anexo 1. Comisiones de fondos de inversión seleccionados

FONDO	Gastos corrientes	Comisión reembolso	Comisión suscripción
5 estrellas	Renta 4 Bolsa R FI	1,53%	0,00%
	Gesconsult Renta Variable A FI	2,40%	0,00%
	Santander Small Caps España A FI	2,14%	2,00%
	Fidelity funds - Iberia fund A-acc-EUR	1,92%	0,00%
	Metavalor FI	1,83%	0,00%
4 estrellas	Santalucía Espabolsa A FI	0,54%	0,00%
	Bestinver bolsa FI	1,82%	0,00%
	BPI Global Investment Fund Iberia I	1,09%	0,00%
	Eurovalor Bolsa Española FI	2,18%	0,00%
	Bankia Small & Mid Caps España Universal FI	2,20%	2,00%
3 estrellas	BNP Paribas Bolsa Española FI	1,49%	0,00%
	Bankinter Bolsa España R FI	1,84%	0,00%
	Caixabank Bolsa Gestión España Estándar FI	2,39%	0,00%
	Ibercaja Bolsa España A FI	1,73%	2,50%
	Laboral Kutxa Bolsa FI	2,44%	1,00%
2 estrellas	Sabadell España Dividendo Base FI	2,22%	0,00%
	Liberbank Renta Variable España A FI	2,28%	0,00%
	Imantia RV Iberia FI	2,15%	0,00%
	BBVA Bolsa Plus FI	1,71%	2,00%
	DP Bolsa Española A FI	1,72%	0,00%
1 estrella	Caixabank Bolsa España 150 Estándar FI	1,08%	0,00%
	Sabadell España Bolsa Base FI	1,87%	0,00%
	BBVA Bolsa FI	2,58%	1,50%
	Okavango Delta A FI	1,46%	0,00%
	Sabadell España Bolsa Cartera FI	0,82%	0,00%
	PROMEDIO	1,82%	1,83%

Fuente: Elaboración propia

Esta tabla recoge las comisiones que cobran cada uno de los fondos de inversión, diferenciando entre gastos corrientes, dónde entran las comisiones de gestión y de depósito, y las comisiones de suscripción y de reembolso. Además, se ha calculado una media de cada uno de los gastos para conocer cuál es el coste promedio de utilizar fondos de inversión.

Tabla 8. Anexo 2. Desglose rentabilidades de fondos de inversión

	Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Rent. Anualizada 10 años	Volatilidad
5 estrellas	Renta 4 Bolsa R FI	-8,900%	10,430%	-2,630%	25,990%	3,320%	7,520%	5,780%	15,280%	-10,540%	12,790%	5,904%	2,010%	11,210%
	Gesconsult Renta Variable A FI	9,420%	5,890%	-1,420%	30,580%	1,450%	4,270%	1,220%	17,410%	-8,740%	3,960%	6,404%	1,770%	10,891%
	Santander Small Caps España A FI	5,930%	-6,370%	2,410%	37,430%	0,320%	8,570%	2,080%	22,040%	-16,370%	2,200%	5,824%	1,060%	14,832%
	Fidelity funds - Iberia fund A-acc-EUR	-0,720%	-3,020%	-3,730%	25,440%	-10,590%	8,330%	-12,280%	7,380%	-17,160%	12,690%	0,634%	-2,090%	12,949%
	Metavalor FI	4,350%	2,630%	-6,780%	34,480%	11,620%	15,290%	8,410%	6,900%	-11,850%	2,860%	6,791%	2,290%	12,628%
	Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Rent. Anualizada 10 años	Volatilidad
4 estrellas	Santalucía Espabolsa A FI	0,770%	13,400%	1,170%	26,640%	6,720%	9,570%	7,470%	12,630%	-7,390%	9,360%	8,034%	3,150%	9,068%
	Bestinver bolsa FI	4,210%	16,840%	-9,020%	27,900%	-5,840%	8,150%	6,870%	8,540%	-10,480%	8,820%	5,579%	1,080%	11,792%
	BPI Global Investment Fund Iberia I	-8,010%	3,050%	-21,580%	22,280%	-3,480%	5,310%	-6,290%	13,330%	-15,360%	13,290%	0,256%	-2,180%	13,763%
	Eurovalor Bolsa Española FI	12,620%	-0,010%	-3,760%	24,990%	3,290%	-1,470%	-4,290%	5,330%	-15,760%	15,970%	3,691%	-1,110%	11,666%
	Bankia Small & Mid Caps España Universal FI	-14,320%	4,540%	-13,600%	42,030%	-3,500%	2,500%	1,870%	9,260%	-17,740%	8,360%	1,940%	-1,160%	17,101%
	Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Rent. Anualizada 10 años	Volatilidad
3 estrellas	BNP Paribas Bolsa Española FI	8,250%	-0,100%	-4,140%	25,430%	0,100%	0,740%	1,570%	7,130%	-13,730%	10,690%	3,594%	-1,520%	10,325%
	Bankinter Bolsa España R FI	4,220%	-0,950%	-4,200%	28,860%	3,330%	0,050%	-1,140%	9,310%	-13,870%	10,430%	3,604%	-1,180%	11,253%
	Caixabank Bolsa Gestión España Estándar FI	6,700%	-2,170%	-7,350%	26,810%	3,230%	-9,240%	-6,110%	5,720%	-13,950%	15,560%	1,920%	-1,140%	12,419%
	Ibercaja Bolsa España A FI	6,540%	-2,730%	-5,020%	18,920%	1,270%	-8,230%	-4,910%	3,900%	-17,980%	8,210%	-0,003%	-4,800%	10,180%
	Laboral Kutxa Bolsa FI	6,110%	-2,700%	-4,940%	17,430%	1,760%	-9,230%	-3,720%	4,120%	-18,220%	5,350%	-0,404%	-5,070%	9,723%
	Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Rent. Anualizada 10 años	Volatilidad
2 estrellas	Sabadell España Dividendo Base FI	6,670%	0,430%	-6,900%	32,220%	-2,940%	1,200%	-6,880%	16,750%	-18,720%	7,800%	2,963%	-2,730%	14,110%
	Liberbank Renta Variable España A FI	8,860%	0,160%	-5,340%	16,870%	0,930%	2,600%	-9,050%	7,870%	-16,800%	4,700%	1,060%	-4,130%	9,619%
	Imantia RY Iberia FI	9,260%	-0,270%	-4,000%	26,410%	-2,660%	-5,290%	-8,840%	6,590%	-15,480%	6,910%	1,263%	-4,010%	11,678%
	BBVA Bolsa Plus FI	-15,040%	2,130%	-11,690%	23,220%	0,370%	-8,030%	-7,750%	6,660%	-14,300%	5,270%	-1,916%	-5,220%	11,884%
	DP Bolsa Española A FI	8,650%	1,490%	-3,510%	22,910%	4,900%	-10,630%	-1,130%	3,380%	-13,010%	8,940%	2,199%	-3,080%	10,354%
	Periodo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Rent. Anualizada 10 años	Volatilidad
1 estrella	Caixabank Bolsa España 150 Estándar FI	-14,720%	7,460%	-11,300%	37,410%	7,040%	-10,690%	-2,590%	12,520%	-20,250%	22,020%	2,690%	-3,610%	18,103%
	Sabadell España Bolsa Base FI	8,330%	-0,160%	-3,770%	28,580%	3,890%	-6,130%	-11,850%	6,200%	-20,080%	2,560%	0,757%	-5,640%	13,064%
	BBVA Bolsa FI	4,840%	-5,730%	-7,930%	21,300%	-3,000%	-12,160%	-9,940%	4,300%	-17,650%	5,420%	-2,055%	-7,200%	11,283%
	Okavango Delta A FI	-0,660%	-3,680%	-12,070%	70,470%	-3,300%	-0,120%	-8,340%	0,860%	-15,970%	-1,890%	2,530%	-5,750%	24,498%
	Sabadell España Cartera FI							-10,570%	7,550%	-18,160%	4,710%	-4,118%	-	12,287%

Fuente: Elaboración propia

En esta tabla están recogidos todos los datos que han sido utilizados para el estudio de los fondos de inversión. A partir de esta información se derivan los datos del apartado *Análisis de resultados*, dónde se muestran los promedios de los 5 fondos de cada categoría. Además, se encuentran reflejados las rentabilidades anuales de cada periodo y de cada fondo, así como el promedio de cada fondo, la rentabilidad anualizada teniendo en cuenta el interés compuesto y la volatilidad. En la categoría de 1 estrella, hay un fondo que solo tiene datos desde 2016 en adelante, y es que dentro de este estrato se encontraban muchos fondos de reciente creación y que no poseían información histórica. De hecho, de los 15 fondos que poseían la calificación de 1 estrella, solo 4 tenían datos históricos de 10 años, que son los de Caixabank, Sabadell España Bolsa Base FI, BBVA y Okavango. El resto, estaban normalmente creados entre 2016 y 2017.

Tabla 9. Anexo 3. Rentabilidad IBEX 35 e IBEX 35-DIV (2010-2019)

Año	con div	sin div
2010	-14,64%	-9,94%
2011	-10,29%	-20,73%
2012	0,01%	-4,02%
2013	22,58%	18,59%
2014	12,46%	3,62%
2015	1,51%	-8,26%
2016	4,69%	8,13%
2017	10,96%	7,82%
2018	-12,49%	-18,29%
2019	18,07%	5,44%
	3,28%	-1,76%

Fuente: Elaboración propia

Esta tabla recoge las rentabilidades anuales de los índices IBEX 35 e IBEX 35-DIV para el periodo de 2010 a 2019, calculada a través de bases de datos extraídas de BME y El Economista. Además, se ha calculado una rentabilidad promedio durante todo este periodo.

Tabla 10. Anexo 4. Rentabilidades a 1, 5, 10, 15, 20, 25 años IBEX 35

Año	Rent.annual	Periodos de 5 años	Periodos de 10 años	Periodos de 15 años	Periodos de 20 años	Periodos de 25 años
1993	42,93%					
1994	-22,43%	1993-1997 22,83%	1993-2002 9,77%	1993-2007 12,69%	1993-2012 8,32%	1993-2017 7,86%
1995	19,43%	1994-1998 18,96%	1994-2003 8,48%	1994-2008 7,80%	1994-2013 7,11%	1994-2018 5,41%
1996	38,03%	1995-1999 27,02%	1995-2004 12,18%	1995-2009 12,04%	1995-2014 8,41%	1995-2019 6,52%
1997	36,19%	1996-2000 19,95%	1996-2005 11,87%	1996-2010 10,09%	1996-2015 7,02%	
1998	23,59%	1997-2001 8,94%	1997-2006 10,81%	1997-2011 6,17%	1997-2016 5,53%	
1999	17,84%	1998-2002 -3,30%	1998-2007 7,62%	1998-2012 3,49%	1998-2017 4,11%	
2000	-15,92%	1999-2003 -2,00%	1999-2008 2,21%	1999-2013 3,15%	1999-2018 2,02%	
2001	-16,99%	2000-2004 -2,66%	2000-2009 4,56%	2000-2014 2,21%	2000-2019 1,40%	
2002	-25,01%	2001-2005 3,79%	2001-2010 5,16%	2001-2015 2,72%		
2003	30,09%	2002-2006 12,67%	2002-2011 4,78%	2002-2016 4,39%		
2004	14,51%	2003-2007 18,54%	2003-2012 6,88%	2003-2017 6,58%		
2005	16,37%	2004-2008 6,42%	2004-2013 5,73%	2004-2018 3,36%		
2006	27,40%	2005-2009 11,78%	2005-2014 4,64%	2005-2019 2,75%		
2007	4,32%	2006-2010 6,52%	2006-2015 2,18%			
2008	-30,49%	2007-2011 -3,11%	2007-2016 0,25%			
2009	41,30%	2008-2012 -4,78%	2008-2017 0,60%			
2010	-9,94%	2009-2013 5,04%	2009-2018 1,82%			
2011	-20,73%	2010-2014 -2,50%	2010-2019 -1,76%			
2012	-4,02%	2011-2015 -2,16%				
2013	18,59%	2012-2016 3,61%				
2014	3,62%	2013-2017 5,98%				
2015	-8,26%	2014-2018 -1,40%				
2016	8,13%	2015-2019 -1,03%				
2017	7,82%					
2018	-18,29%					
2019	5,44%					

Fuente: Elaboración propia

Esta tabla recoge la rentabilidad que ha ofrecido el IBEX 35 para diferentes periodos y horizontes temporales. Concretamente, se han calculado rentabilidades a 1, 5, 10, 15, 20 y 25 años.

Bibliografía

- BOGLE, J. (2016) *El pequeño libro para invertir con sentido común*. España: Deusto Ediciones
- CFA INSTITUTE (2020). *Alternative investment and portfolio management*.
- GALÁN RUBIO, C. (2015). *Independízate de Papa Estado*. España: Createspace
- IGUAL MOLINA, D. (2008). *Conocer los productos y servicios bancarios*. España: Profit Editorial
- KAHNEMAN, D. (2013). *Pensar rápido, pensar despacio*. España: Debolsillo
- LYNCH, P. (2017). *Batiendo a Wall Street*. España: Deusto
- MADRIGAL, J.M. (2017). *Invertir en bolsa con sentido común*. España: Alienta
- SCHUMPETER, J.A (1942). *Capitalismo, socialismo y democracia*.
- SCHWARTZ, B. (2005). *The paradox of choice*. Estados Unidos: Harper Perennial
- SWREDOE, L. (2018). *Reducing the risk of black swans*.
- TORIBIO GALÁN, R.M. (2000). *Lo que hay que saber sobre los fondos de inversión*. España: S.A de Promoción y Ediciones, edición exclusiva para ESINE.

Páginas web consultadas

- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2020) *Bases de datos sobre índices bursátiles* <<https://www.bolsasymercados.es>>
- CFA INSTITUTE (2020) *Passive equity investing, parte del temario CFA level III*. <<https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/2020/passive-equity-investing>>
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2020) *Listado de gestoras de IIC* <<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=2&tipoent=0>>
- CONSEJO EUROPEO (2020) *Requisitos para ingresar en la zona euro* <<https://www.consilium.europa.eu/es/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>>
- DIARIO EXPANSIÓN (2020) *Bases de datos macroeconómicos* <<https://datosmacro.expansion.com/>>

INVERCO (2020) *Información sobre fondos de inversión y sociedades IIC*
<<http://www.inverco.es>>

MORNINGSTAR (2020) *Bases de datos sobre fondos de inversión*
<<https://www.morningstar.es/es/>>

Artículos e informes

CARNERO LORENZO, FERNANDO (2003). *Instituciones de inversión colectiva en España desde una perspectiva histórica. Asociación Española de Historia Económica*
<<https://www.aehe.es/wp-content/uploads/2017/10/dt-aehe-0301.pdf>>

HUETE, MARTIN (2017). *El auge imparable de la gestión pasiva*
<<https://martinhuite.com/el-auge-imparable-de-la-gestion-pasiva/>>

MARTINEZ-ACITORES DE LA MATA, CRISTINA (2017). *El dividendo flexible: análisis de su evolución en el IBEX 35.*
<http://oa.upm.es/48878/1/TFG_CRISTINA_MARTINEZ_ACITORES_DE_LA_MATA.pdf>

MERCADER, JORDI (2019). *Gestión pasiva: democratizando la inversión.*
<<https://www.futuroafondo.com/es/opinion/gestion-pasiva-democratizando-inversion>>

MIRANDA ARAGONESES, MIGUEL (2019). *Gestión pasiva y gestión activa en fondos de inversión de renta variable en Europa y Estados Unidos. Universidad de Valladolid.*
<<https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/37261/TFG-N.1162.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>