



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

El crecimiento de la gestión pasiva y sus
consecuencias en el mercado financiero

Autor

Francisco Marco Aznar

Directora

Patricia Bachiller Baroja

Facultad de Economía y Empresa/ Administración y Dirección de Empresas

Curso 2020-2021

Resumen

En el siguiente Trabajo de Fin de Grado se analiza el crecimiento de la gestión pasiva, así como su rendimiento en comparación con la gestión activa, opuesta en su forma de actuar. En un breve periodo de tiempo, la gestión pasiva ha pasado de tener un porcentaje muy escaso en los mercados financieros a alcanzar a la gestión activa, mayormente gracias a las escasas comisiones que los inversores tienen que soportar. Posteriormente, se ha determinado que el crecimiento influye de manera negativa en diferentes aspectos como la eficiencia de los mercados o la concentración del sector, dejando indiferente a este aumento otros aspectos como la volatilidad de los precios de los títulos, o incluso creando nuevas formas de invertir, como es el caso de los *robo advisors*.

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

Abstract

The following Final Degree Project analyses the growth of passive management, as well as its performance in comparison with active management, which is the opposite in the way it operates. In a short period of time, passive management has gone from having a very small share in the financial markets to catching up with active management, mostly thanks to the low fees that investors have to bear. Subsequently, it has been determined that growth has a negative influence on different aspects such as the efficiency of the markets or the concentration of the sector, leaving other aspects such as the volatility of security prices indifferent to this increase, or even creating new ways of investing, as in the case of robo advisors.

Keywords: Passive management, active management, investment, indices, performance, mutual funds

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
1.1 Elección del tema.....	4
1.2 Objetivos	5
1.3 Hipótesis	5
2. Concepto inversión	5
2.1 Beneficio económico	5
2.2 Beneficios fiscales	7
2.3 Defensa ante la inflación.....	7
3. Instituciones de inversión colectiva.....	7
4. Elementos de un fondo de inversión	9
5. Explicación gestión activa y gestión pasiva	10
5.1 Historia.....	10
5.2 Gestión activa vs Gestión pasiva	12
5.2.1 Índice bursátil.....	13
5.2.2 Fondos cotizados	14
5.2.3 Tipos de réplicas.....	15
6. Crecimiento de la gestión pasiva	16
6.1 Causas	21
6.2 Consecuencias.....	24
6.2.1 Eficiencia.....	24
6.2.2 Volatilidad.....	26
6.2.3. Concentración del sector financiero	27
6.2.4 Crecimiento de los <i>robo advisor</i>	31
7. Conclusiones.....	33
8. Bibliografía.....	35

1. Introducción

El presente trabajo de fin de grado se va a centrar en un acontecimiento que ha acaparado buena parte de la atención del mercado financiero en los últimos años: el aumento de la gestión pasiva en detrimento de la gestión activa. A partir del análisis de las diferentes Bolsas de Valores, con especial atención en la estadounidense y en la europea, se intentarán responder las preguntas más frecuentes: ¿A qué es debido este aumento sin precedentes?, ¿Cómo se ha realizado?, ¿Qué consecuencias ha tenido?, ¿Qué le espera a este sector en los próximos años?

Para poder llevar a cabo esta investigación, el trabajo se dividirá en dos partes relacionadas, pero a la vez marcadamente diferentes. En primer lugar, se explicará el vasto mundo financiero de una manera breve y centrada en aclarar los aspectos cercanos a la gestión de fondos, independientemente de su estrategia. Se pondrá especial atención a los diferentes tipos de fondos que existen en la actualidad, así como las partes que lo conforman y su regulación. Posteriormente, en la parte más práctica del trabajo, se hará un recorrido por la última década de la gestión pasiva finalizando con las inferencias de esta en los mercados.

1.1 Elección del tema

El mundo bursátil es un tema que ha despertado en mi especial atención en los últimos años, hasta el punto de querer desarrollar mi carrera profesional en el mismo. Desde que comencé el grado y empecé a entender los diferentes conceptos de este sector, quise investigar más por mi cuenta acerca de su funcionamiento y componentes, por lo que este trabajo es una gran oportunidad para poder dar un paso más en esta indagación.

De los diferentes temas que barajé, finalmente me decanté por el crecimiento de la gestión pasiva debido a la idea que se subyace de él, que no es otro que la posición que tienen las gestoras que siguen esta estrategia en gran parte de las mayores empresas del mundo, presencia obtenida en un periodo muy breve de tiempo. Me resulta muy interesante el hecho de que el poder que llegan a ostentar estas gestoras, contrasta con la poca o nula presencia que tienen en los medios de comunicación y en la sociedad en general.

1.2 Objetivos

- Estudiar la evolución de los fondos indexados y cotizados, así como su comparación con las estrategias activas de inversión.
- Estudiar las principales consecuencias que se derivan del crecimiento de la gestión pasiva en los mercados financieros y económicos del mundo.

1.3 Hipótesis

La hipótesis inicial que se plantea es que, pese a la idea de que la gestión pasiva se mantiene en la medida de lo posible al margen del sector bursátil, su crecimiento en los últimos años ha influenciado sobremanera a los mercados financieros en diferentes aspectos.

2. Concepto inversión

Debido a que se va a realizar un análisis exhaustivo de las Bolsas de Valores y elementos financieros relacionados con la gestión pasiva, se ha considerado necesario explicar previamente de una manera breve una variedad de conceptos para que cualquier lector pueda tener una orientación adecuada a la hora de leer e interpretar el trabajo.

Para poder ahondar en conceptos más técnicos, primero es necesario abordar dos de las preguntas más básicas acerca de este sector, ¿qué es la inversión y por qué se realiza? El término inversión se refiere al acto de postergar el beneficio inmediato del bien invertido por la promesa de un beneficio futuro relativamente probable. Esta ganancia puede buscarse mediante un negocio propio, mediante la confianza en terceros o mediante la compra de diversos activos financieros. Los motivos para buscar este beneficio son variados, pero entre los más recurrentes se encuentran los siguientes:

2.1 Beneficio económico

La principal motivación a la hora de invertir es la de obtener una independencia financiera estable que permita al inversor tener un complemento a los ingresos principales o incluso poder vivir del retorno de las inversiones realizadas. De acuerdo con la encuesta de Competencias Financieras realizada por el Banco de España en colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Instituto Nacional de Estadística (2016),

dentro del marco del Plan de Educación Financiera, el 43% de los españoles cuenta con un vehículo de ahorro, en el cual se incluyen tanto cuentas de ahorro como planes de pensiones, fondos de inversión o activos de renta fija. El vehículo de ahorro más frecuente es la imposición a plazo, que poseen un 26% de los individuos encuestados, seguido de los planes de pensiones.

De dicha encuesta se concluye como uno de los puntos clave a la hora de tener motivaciones para invertir la edad, ya que se observa cómo la tenencia de un vehículo de ahorro pasa de un 28% en la franja de edad comprendida entre 18 y 34 años a un 52% en la franja entre 55 y 64 años. Especialmente destacable son los planes de pensiones pues su tenencia es prácticamente nula entre el sector encuestado más joven, con un 5%, y se eleva a un 34% en el sector de 55 a 64 años.

Esto da la idea de que la cercanía a la jubilación es un punto clave para muchas personas a la hora de invertir y asegurar unos ingresos extraordinarios que puedan complementar la pensión percibida.

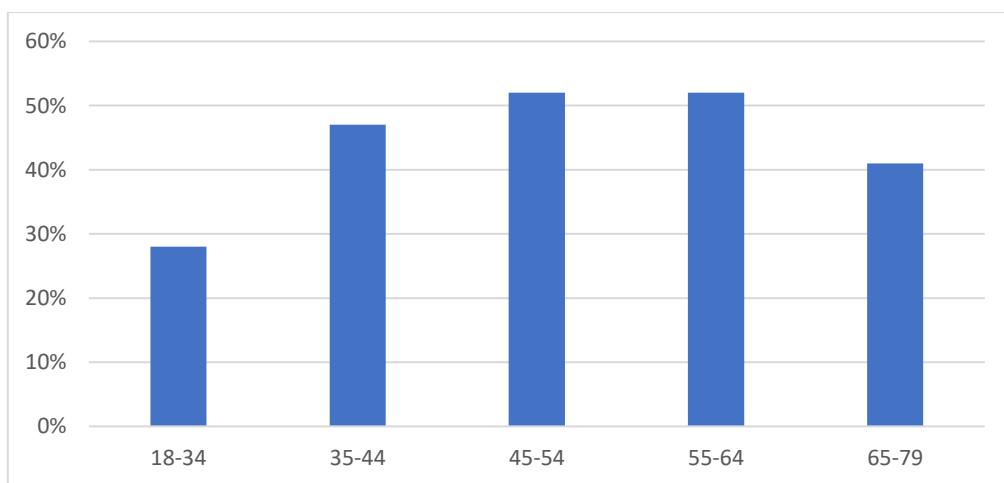


Figura 1.1: Tenencia de algún vehículo de ahorro por parte de la población española

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Encuesta de competencias financieras 2018

Por otro lado, conforme aumenta el nivel de renta y de estudios también crecen paralelamente la tenencia de estos servicios, lo que da a entender como es lógico que los grupos sociales más altos tienen más capacidad para ahorrar y poder invertir dichos ahorros que los estratos sociales más bajos.

2.2 Beneficios fiscales

Pese a que la rentabilidad es una de las principales motivaciones a la hora de invertir, no hay que obviar que las distintas formas de inversiones en España, y en la mayoría de países del mundo, presentan una serie de ventajas fiscales. Por poner un ejemplo, en España, al crear un plan de pensiones es posible reducir de manera directa la base imponible del IRPF con las aportaciones a dicho plan tributadas como rendimientos del trabajo, lo que conlleva una disminución del impuesto a pagar por parte del inversor. Además, el hecho de que se grave solamente en el momento del reembolso, se traduce en un aumento de la cantidad final obtenida.

2.3 Defensa ante la inflación

Se entiende por inflación el aumento generalizado y sostenido de los precios de bienes o servicios en un país durante un periodo de tiempo sostenido. Cuando el nivel de precios sube, se adquieren menos bienes y servicios con la misma cantidad de dinero, es decir, se pierde poder adquisitivo. Por esta razón, los ahorros han de ser reinvertidos ya que de lo contrario perderán progresivamente su valor. La medida más utilizada para estimar la inflación es el Índice de Precios al Consumo (IPC).

Siguiendo con el ejemplo español, los fondos de inversión domésticos tuvieron en 2020 una rentabilidad media positiva de 1,04%, mientras que la inflación media en España para el mismo periodo fue de -0,50%, es decir, existió una caída generalizada de los precios de bienes y servicios, conocida como deflación, provocada en gran parte por el COVID-19. Expresado de otra manera, los fondos de inversión en el año 2020 no perdieron poder adquisitivo, por lo que en este caso no tuvieron que defenderse ante la inflación (EuropaPress, 2021).

3. Instituciones de inversión colectiva

Pese a que en los últimos años han crecido los casos de inversores particulares, invertir de manera grupal sigue siendo la opción más común. Por ello a continuación se van a explicar las diferentes formas de inversión colectiva, así como sus subtipos más populares. Primeramente, las instituciones de inversión colectiva se definen según el artículo 1 de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre como aquellas instituciones que tienen

por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores y otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento de la inversión se establezca en función de los resultados colectivos. Dentro de las Instituciones de Inversión Colectiva, hay que distinguir según su forma jurídica entre fondo y sociedades:

Los **fondos** son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya representación y gestión corresponde siempre a una gestora, que ejerce las facultades del dominio sin ser propietaria. Por otro lado, en las **sociedades**, el funcionamiento es similar pero los ahorradores se convierten en accionistas, y esto lleva a que puedan ser autogestionadas o delegar esa función a una Sociedad Gestora.

Dentro de los diferentes tipos de fondos que existen, existe una división entre fondos de inversión inmobiliaria, los cuales invierten mayoritariamente en inmuebles para su explotación en alquiler y fondos de inversión mobiliaria, los cuales invierten activos financieros. Enmarcados en este último grupo, según la CNMV a de distinguirse entre los siguientes tipos:

-Fondos ordinarios: Consisten como ya se ha mencionado anteriormente en patrimonios colectivos formados por las aportaciones de los partícipes. Invierten en su mayoría en renta fija, variable o derivados. Se tratan de los fondos de inversión más tradicionales.

-Fondos de fondos: En lugar de invertir en productos financieros como acciones, se centran en la inversión en otros fondos de inversión. Para ser considerado un fondo de fondos de inversión y poder evitar la penalización fiscal al salir de un fondo de inversión, de acuerdo con la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, es obligatorio que su inversión principal sea invertir en otros fondos.

-Fondos subordinados: Es aquel fondo de inversión que invierte todo su activo en otro fondo, llamado principal. Se trata de lo opuesto a un fondo de fondos. Debido a que cada cartera principal está compuesta por varios subordinados con diferentes características, puede llegar a numerosos clientes de distintas clases.

-Fondos indexados: Replican el comportamiento de un determinado índice bursátil. Dentro de este grupo se encuentran los fondos cotizados o *ETF*. Ya que ambos son unos de los elementos clave de la gestión pasiva, se analizarán en profundidad más adelante.

4. Elementos de un fondo de inversión

Un fondo de inversión está compuesto mayoritariamente por tres elementos ajenos entre sí pero que buscan el mismo objetivo: obtener la máxima rentabilidad posible. Estos elementos son los siguientes:

-Partícipes: Son los inversores, es decir, aquellas personas físicas o jurídicas que aportan sus ahorros al fondo de inversión. Para que se pueda constituir un fondo de inversión, el número de partícipes no podrá ser inferior a cien, mientras que no existirá un máximo. La participación es siempre nominativa y en ningún caso podrá ser al portador. Indiferentemente del momento en el que una persona realice una aportación al patrimonio común del fondo, adquirirá la condición de partícipe del mismo, es decir, en copropietario del fondo. Como se refleja en la Ley de Instituciones de inversión Colectiva, dicha propiedad le otorgará al cliente los siguientes derechos:

-Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones en cualquier momento.

-Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC.

-Solicitar y obtener información periódica sobre el fondo y su posición en el mismo.

-Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones.

-Acudir al departamento de atención al cliente, así como, en su caso, al Comisionado para la Defensa del Inversor.

Depositario: Es la entidad encargada de la custodia de los valores o activos adquiridos por el fondo de inversión, así como de la vigilancia de la gestión por parte de la gestora. En España, pueden ser depositarias las entidades de crédito, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y las Sociedades y Agencias de Valores.

Gestoras: Una gestora es un tipo de sociedad anónima que tiene como objetivo social la gestión y administración de fondos y también sociedades de inversión. Establecen la estrategia de inversión que se va a seguir, buscando aquellos activos que más se adapten a las necesidades e intereses del fondo que gestionan. Así pues, gran parte del éxito de un órgano de inversión depende de la gestora. Su posición en el mercado financiero no ha dejado de crecer tanto en el plano nacional como en el conjunto mundial. A finales de 2020, el 56% del patrimonio en Instituciones de Inversión Colectiva españolas era dirigido a través de gestión discrecional, la cual es aquella gestión de inversiones en las que las decisiones de compra y venta las toma un gestor profesional en nombre del cliente, con un valor aproximado de 82.686 millones de euros, lo que supone un crecimiento de 7,5% respecto a 2019 (Observatorio Inverco, 2021).

5. Explicación gestión activa y gestión pasiva

Una vez se han esclarecido las bases de los mercados financieros, es momento de profundizar en las dos estrategias que a día de hoy gozan de más relevancia en los mercados de todo el mundo: la gestión activa y la gestión pasiva.

5.1 Historia

El concepto de fondo de inversión nace en 1774 de la mano del mercante holandés Adriaan Van Ketwich el cual creó una empresa donde reunió a comerciantes con poco capital para poder invertirlo en un fondo común en países como Austria, Dinamarca, España o América Central. Simultáneamente, otras empresas semejantes surgieron en Suiza o Escocia.

El primer fondo de inversión regulado y reglamentado del que se tiene constancia es el “Foreign and Colonial Government Trust”, surgido en Londres en 1868, una estructura que se mantiene a día de hoy. Dado el éxito que obtuvo, pronto su idea se expandió a otros países. En 1894, se creó el “Boston Personal Property Trust”, que partía de la idea de Adriaan Ketwich e introducía elementos actuales propios de los “Hedge Funds”. La fundación del “Massachusetts Investor’s Trust” en 1928 marca el camino que han seguido los fondos de inversión hasta la actualidad. La crisis de 1929 supuso un cambio que significó no solo el cierre de un gran número de entidades, sino

que propició una mayor regulación con la creación de la U.S. Securities and Exchange Commission en 1933 (McWhinney, 2018).

Pese a que la idea de inversión tiene una larga historia, el concepto de gestión pasiva como tal no ve la luz hasta hace unas pocas décadas, concretamente en 1975. Anteriormente, en 1960, en el artículo “The Case for an Unmanaged Investment Company” los académicos Edward F. Renshaw y Paul J. Feldstein defendían la idea de crear un fondo de inversión que no estuviera gestionado directamente, lo que aprovecharía al máximo su rentabilidad. En 1975, Charles D. Ellis, en su artículo para The Financial Analysts Journal “The Losers’ Game” ponía en duda que los inversores pudieran batir al mercado si debido al crecimiento de estos se habían convertido en el propio mercado. Como se puede apreciar, eran varias las voces que cuestionaban el éxito de la gestión activa de fondos.

Pero si hay una figura que sobresale entre todas cuando se habla de la gestión pasiva es la de John C. Bogle, padre de los fondos indexados. Admirado por personajes tan ilustres del mundo financiero como Warren Buffet “Si alguna vez se levanta una estatua para honrar a la persona que más ha hecho por el inversor estadounidense, la elección debe ser John Bogle” (Buffet, 2017) o el premio Nobel Paul Samuelson “El fondo de John C. Bogle debería incluirse en la lista de grandes inventos de la humanidad junto a la rueda y la imprenta” (Samuelson, 2005), su nombre ha pasado a la historia como uno de los mejores inversores del siglo XX.

Licenciado en Preston en 1951, su tesis “The Economic Role of the Investment Company” ya dejaba entrever sus reticencias a la gestión activa. Tras ser despedido después de una trayectoria de 24 años en la gestora Wellington Fund por la autorización de una fusión que no obtuvo buenos resultados, decide fundar en 1974 su propia compañía: Vanguard. Esta nueva gestora surgió con la idea de que los fondos tradicionales de inversión no pueden batir nunca la rentabilidad del mercado y, por tanto, la mejor opción, en sus propias palabras, es, “en lugar de intentar buscar la aguja en el pajar, comprar el pajar entero”. Un año más tarde lanza al mercado el primer fondo indexado de inversión, conocido como Vanguard 500 Index Fund. Pese a que al principio su idea fue tomada como una revolución en el mercado y no tuvo una gran aceptación, tras una primera década titubeante su proyecto se convirtió en un éxito

rotundo. No en vano, en la actualidad, The Vanguard Group es la segunda mayor gestora del mundo y controla unos activos por valor de 5,6 billones de euros.

5.2 Gestión activa vs Gestión pasiva

La gestión activa es el método de inversión mediante el cual, partiendo de la idea de que en los mercados bursátiles existen ineficiencias, el gestor realiza una búsqueda de valores basándose en su propio criterio, con la intención de encontrar activos infravalorados y de esta manera obtener una rentabilidad superior a la del índice de referencia. Sus principales apoyos son el análisis macroeconómico (estudio de los sistemas económicos de una región como conjunto, empleando magnitudes colectivas o globales, como la renta nacional, inversiones o exportaciones e importaciones), el análisis fundamental (tipo de análisis bursátil que busca establecer el precio teórico de un título a través de las variables que afectan a su valor como por ejemplo los estados financieros de la empresa o sus planes a futuro) y el análisis técnico (estudio de los movimientos de las cotizaciones a través de gráficos e indicadores basados en los precios de los activos).

Por otro lado, la gestión pasiva o gestión indexada, al contrario que en la gestión activa, cree que los mercados son eficientes, por lo que es imposible batirlos. ¿Pero qué se entiende por un mercado eficiente? La teoría del mercado eficiente es propuesta en el artículo *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work* de la revista *Journal of Finance* en el año 1970 por el economista estadounidense y premio Nobel Eugene Fama. Fama sostiene que los precios de los activos varían en función de la información disponible. De esta manera, un mercado es eficiente informacionalmente cuando los precios de los activos reflejan toda la información disponible sobre sus valores futuros. Si esto se cumple significa que están perfectamente valorados, por lo que no existen títulos infravalorados o sobrevalorados, con lo que la rentabilidad obtenida por el esfuerzo, dinero y tiempo utilizados en el análisis del valor intrínseco de los títulos será nula.

Los principales factores que permiten a un mercado ser eficiente son el número de participantes, la información disponible y los costes de transacción y de información. Cuando se producen diferencias entre el precio del título y su valor intrínseco por falta de información, los inversores tratan de beneficiarse de manera inmediata. Por ejemplo, si existiese un título infravalorado los inversores lo adquirían

para aprovechar la ineficiencia temporal creada, provocando de esta manera un aumento de su demanda y, consecuentemente, de su precio, llegando a un nuevo equilibrio, es decir, el mercado volvería a ser eficiente.

Esto lleva a deducir que cuanto mayor sea el número de competidores, de información acerca del mercado y menor sean los costes de conseguir esta información mayor será la eficiencia en el mercado. Por ello, no es ninguna sorpresa que, mercados como el estadounidense, el europeo o el asiático, dado su tamaño, sean en teoría los más eficientes en la actualidad.

En definitiva, debido a que las gestoras que siguen este método de inversión consideran que no van a poder obtener una mayor rentabilidad independientemente de sus esfuerzos, su objetivo principal es imitar de la manera más precisa posible el movimiento de los mercados, utilizando para ello los índices bursátiles.

5.2.1 Índice bursátil

Un índice bursátil o *benchmark* es un indicador estadístico que, a través de un valor numérico, refleja las variaciones de los precios de cotización o rentabilidades promedio de los títulos que lo componen. Su principal función es ofrecer una visión clara de las tendencias del mercado de una determinada industria, sector o economía.

En la actualidad la cantidad existente de índices bursátiles es prácticamente inabarcable, pues pueden encontrarse índices para una determinada industria, sector o economía, pero de entre todos, los siguientes índices son los más representativos:

-Dow Jones Industrial Average: Compuesto por las 30 empresas más importantes de la Bolsa de Valores de Nueva York, exceptuando a las pertenecientes a los sectores de transporte y de servicios públicos. Se pondera en función del precio de cierre diario de las empresas que componen el índice por lo que las compañías con precios más altos tienen una ponderación más alta, independiente de su tamaño. El DJIA se enmarca dentro de los numerosos índices bursátiles elaborados por la empresa Dow Jones Indexes LLC., creadora de otros índices en sectores más concretos como por ejemplo el transporte o la energía eléctrica.

-S&P 500: Considerado el índice más representativo de la situación real del mercado, al ser más sensible que el Nasdaq y el Dow Jones, está formado por las 500 empresas más grandes de estados Unidos, cuya capitalización abarca aproximadamente el 80% del mercado disponible. Al contrario que el Dow Jones, su forma de ponderar es mediante la capitalización, es decir, se utiliza el valor total de las acciones en circulación de una empresa, por lo que las empresas más grandes del índice tienen un mayor peso en el número reflejado.

-Nasdaq 100 Index: Recoge los cien valores de las compañías no financieras más importantes en el mercado de valores Nasdaq. Se enmarcan las empresas con un mayor crecimiento en sus respectivos sectores. Todas las empresas tienen una capitalización de mercado de al menos 500 millones de dólares lo cual habla de la importancia de las empresas reflejadas en la sociedad.

Lejos de las fronteras estadounidenses, se pueden destacar otros valores como el **Nikkei 225**, compuesto por los valores correspondientes a las empresas más grandes que cotizan en el mercado de Tokio, el **Eurostoxx 50**, donde se reflejan los valores de las empresas más importantes de Europa, o el **FTSE 100**, con los valores más relevantes de la Bolsa de Londres.

5.2.2 Fondos cotizados

Dentro de la gestión pasiva, se pueden observar como a los ya mencionados fondos indexados se ha sumado en los últimos años una nueva forma de trabajar, los conocidos como fondos cotizados o *ETFs*. Pese a que son dos productos muy similares en concepto, su funcionamiento es diferente.

Los fondos cotizados también buscan replicar el comportamiento del índice que se tome como referencia, pero con una particularidad, y es que se negocian en el mercado secundario de valores. A diferencia de las participaciones de los fondos tradicionales, que se suscriben o reembolsan a su valor liquidativo, determinado por el gestor al final de cada día, las participaciones en *ETFs* se compran o venden como si se trataran de acciones o bonos.

Respecto a su fiscalidad, en el caso de los fondos cotizados españoles, tienen una desventaja frente a los fondos tanto indexados como tradicionales, y es que de acuerdo

con el artículo 95.1a) 2º de la ley de IRPF, no le será aplicable el régimen de diferimiento, por lo que cada vez que se transmitan participaciones habrá que tributar la ganancia o pérdida patrimonial producida, independientemente de si reinvierte en otro fondo de inversión, cotizado o no. Sin embargo, esto es opuesto en otros mercados como el estadounidense, donde gozan de diferentes ventajas fiscales con respectos a los fondos más clásicos.

5.2.3 Tipos de réplicas

A la hora de replicar un índice, existen tres formas principales de hacerlo, las cuales determinarán principalmente junto a las comisiones las rentabilidades de los fondos de inversión (Coelho, 2019). Para su análisis, se utiliza principalmente el *tracking error* o error de seguimiento¹. Así pues, los tipos de réplicas son los siguientes:

En el caso de la **réplica física**, el gestor compra todos los valores representados en el índice subyacente. De esta manera, el fondo posee exactamente los mismos componentes del índice, por lo que es una réplica idéntica del mismo. Por ejemplo, en el caso de replicar el índice Dow Jones Industrial Average adquiriría títulos de las 30 empresas que se encuentran recogidas en el índice. Ante cualquier variación del índice, como un cambio en el capital de los valores representados, el fondo realizará los mismos cambios. De las tres formas de replica que se han observado, es la que menor *tracking error* tiene cuanto replica activos líquidos como, por ejemplo, acciones, ya que su alto grado de liquidez permite numerosas modificaciones sin grandes perjuicios. Con otro tipo de títulos, como los bonos corporativos, con unos elevados costes de transacción, pierde gran parte de su rentabilidad.

Por otro lado, la **réplica física optimizada** recoge una muestra representativa de los valores del índice. Siguiendo con el ejemplo del Dow Jones Industrial Average, el fondo compraría títulos de aproximadamente 25 empresas. Cuando se buscan replicar índices con un gran número de participantes, como pueden ser el S&P500, el MSCI World 1600 y en general índices que manejan títulos de renta fija, es una gran opción, pues, pese

¹ Se trata de una medida de referencia que explica la diferencia de rentabilidad entre un determinado fondo y su índice de referencia. Rentabilidades extraordinarias con respecto al índice deberán ser tomadas como azar o habilidad por parte del gestor. En este último caso, la oscilación con respecto al índice debe ser estable y no presentar excesivas variaciones. Cuanto menor sea el *tracking error* existen más probabilidades de que su comportamiento sea parecido a su índice de referencia.

a que se perjudica el *tracking error*, se disminuyen el número de operaciones con empresas que tienen un impacto mínimo debido a su escasa ponderación, reduciendo el coste de replicar el índice.

En último lugar se encuentra la **réplica sintética** en la cual el gestor firma un contrato derivado o *swap* con un banco, el cual se compromete a pagar al fondo de inversión la rentabilidad del índice a cambio de una comisión. El *tracking error* al que está sometido la gestora es muy bajo, pues el riesgo de no replicar correctamente el índice lo tiene el banco, pero la principal desventaja es el aumento de costes fruto de la contraparte del *swap*. Es una estrategia habitual en índices cuya replica implica derivados, como por ejemplo los mercados de materias primas.

6. Crecimiento de la gestión pasiva

A continuación, se va a realizar un análisis del crecimiento de la gestión pasiva en los últimos años y su comparación con estrategias más activas de inversión. Pese a que va a mostrarse una visión general de los mercados, se va a tener una especial atención en el mercado estadounidense y concretamente en el índice bursátil S&P 500 puesto que, por número de empresas, importancia de estas y volumen de operaciones se ha considerado que ofrece una visión clara de la situación actual en los índices bursátiles.

A la hora de analizar el crecimiento de la gestión pasiva, es conveniente exponer en primer lugar los dos momentos clave que explican el cambio de paradigma en los mercados financieros. El primero de ellos es el lanzamiento en el año 2000 de una gama de *ETFs* al mercado por parte de la compañía *iShares*, compañía que en ese momento se encontraba circunscrita a Barclays Global Investors y que fue comprada por la firma BlackRock en 2009. Supuso una irrupción en el mercado de los activos financieros sin precedentes que ha mantenido hasta la actualidad, pues el *iShares Core S&P 500* gestiona 152.000 millones de dólares con un movimiento de acciones mensual por valor de 4 millones de dólares.

Posterior a este lanzamiento, comenzó el que ha sido el periodo definitivo para el crecimiento y asentamiento de la gestión pasiva en el mundo bursátil, el cual es la crisis financiera iniciada en 2007. Los grandes resultados conseguidos en 2005 y 2006 por parte de los fondos activos, donde subieron un 5% cada año, no pudieron repetirse en 2007

debido a las pérdidas sufridas por las principales empresas de capital abierto, lo que conllevó un desembolso de más de 700.000 millones de dólares por parte del gobierno estadounidense, medida que tuvo que ser imitada en muchas economías mundiales. Una comunidad inversora particular desencantada con las gestoras tradicionales, las cuales abogaban por la gestión activa y que habían prometido beneficios pese a la crisis, optó por otro tipo de estrategias más ajustadas en cuanto al número de comisiones. Esta situación fue aprovechada por compañías como Vanguard y BlackRock doblando por ejemplo la oferta de *ETF* llegando hasta las 290 solamente en el año 2007.

Poniendo el punto de vista en el análisis de los fondos de inversión en la última década, la entrada de capitales ha sido dominada por la gestión pasiva. En el periodo comprendido entre 2010 y 2019 la gestión pasiva tuvo unas entradas por valor de 3,8 billones de dólares mientras que en el caso del mercado de gestión activa alternó años con entradas y salidas finalizando la década con unas entradas totales de capital valoradas en 185.000 millones de dólares.

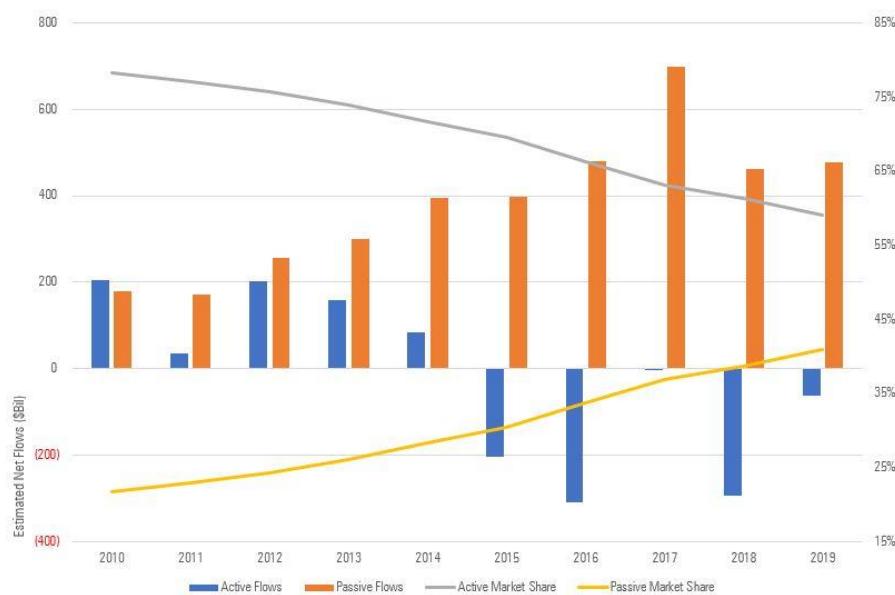


Figura 6.1: Variación de las entradas de capital en los fondos de inversión estadounidenses en el periodo 2010-2019. Fuente: Morningstar

A pesar de que la gestión activa cuadriplicaba el volumen en los años previos a la crisis, estos fondos finalizaron la década con la menor ventaja en volumen de activos de la historia. Los fondos gestionados de manera pasiva tuvieron a finales de 2019 unos activos bajo gestión cifrados en 8,1 billones de dólares mientras que los activos gestionaban 12,7 billones de dólares.

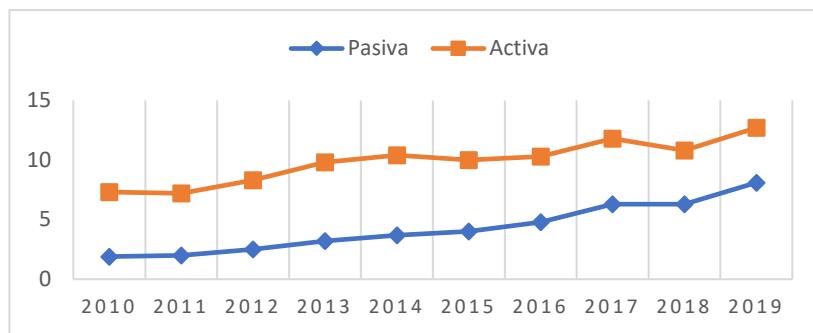


Figura 6.2: Activos bajo gestión a nivel mundial en el periodo 2010-2019 (En billones de dólares).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Morningstar

Respecto a la tasa de crecimiento anual de ambas estrategias, lo más reseñable es, salvo la excepción de 2018, la constante subida de los activos bajo gestión de las gestoras pasivas en Estados Unidos, destacando subidas de hasta un 30% anual. En general, esta década ha significado para la gestión pasiva un crecimiento del 333%, es decir, ha aumentado más de cuatro veces su volumen. En el otro lado de la balanza, la gestión activa ha sido muy irregular a lo largo del tiempo, con momentos de subida como el periodo 2012-2014 para después volver a descender.

Tasa de crecimiento anual de los fondos de inversión en Estados Unidos, Periodo 2011-2019		
Año	Gestión Pasiva	Gestión Activa
2011	5%	-1%
2012	25%	15%
2013	28%	18%
2014	16%	6%
2015	8%	-4%
2016	20%	3%
2017	31%	15%
2018	0%	-8%
2019	29%	18%

Tabla 6.1: Elaboración propia a partir de datos de Morningstar

Mención especial merece el año 2020, último año estudiado, pues la crisis provocada por la pandemia COVID-19 significó el fin a la racha alcista más larga de la historia. En un mercado donde aparentemente los gestores activos partían con más ventaja, y pese a la creencia de que los fondos pasivos no tienen éxito en épocas bajistas debido al descenso de los índices, fueron nuevamente estos últimos los que resultaron más beneficiados. Así pues, a finales del año 2020, los inversores habían retirado aproximadamente 250.000 millones de dólares de fondos activos solamente en Estados Unidos. Por otro lado, los fondos pasivos, pese a que el inicio de la pandemia supuso una venta masiva de acciones, finalizaron el curso con unas entradas de capital por valor de 9.400 millones de dólares.

Mismo resultado ocurrió en los mercados asiáticos y europeos, donde los fondos activos perdieron un 3% de sus activos administrados a comienzo del año durante el mes de marzo, momento en el que comienza la pandemia, mientras que los fondos pasivos perdieron en marzo “solamente” un 1%, finalizando el año con unas entradas de 111.000 millones de dólares. La principal razón de esta resistencia a la volatilidad del año 2020 fue la rápida recuperación de los mercados, ya que, a pesar de las caídas de hasta un 30% en la mayor parte de los índices, pronto se recuperaron, evitando una migración a los fondos activos. Hablando brevemente del crecimiento de la gestión pasiva, se espera que se siga esta línea ascendente especialmente en mercados menores como el español, donde existe un gran margen de mejora (Asenjo, 2020).



Gráfico 6.3: S&P 500 a fecha de cierre durante el año 2020. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com

En lo que se refiere a cuota del mercado, hasta la llegada de la pandemia, los fondos pasivos, incluyendo los fondos indexados y las *ETFs* tenían el 39% del mercado

de inversiones estadounidense, finalizando el año por primera vez por encima de la gestión activa con un 50,5% de la cuota del mercado, muy lejos del 3% registrado en 1995 y del 20% en 2008. En cuanto al mercado europeo esta cifra se reduce a entre un 15% y un 20% mientras que en España la gestión pasiva solo cuenta con una cuota del 5,5%.

El crecimiento viene en gran medida por la expansión en dos mercados concretos donde hace 15 años apenas llegaba al 5%: los fondos de capital, donde tiene una cuota de mercado del 48% y los fondos de bonos, en el que tiene actualmente un 30%. A la hora de hablar del número total de fondos y ETFs el crecimiento también ha sido notable. En el caso de los últimos su crecimiento ha sido de un 1468% en el plazo de 15 años pues ha pasado de los 338 que existían en 2004 a los 5300 que hay en la actualidad. De ellos 2.466 están inscritos solamente en las bolsas estadounidenses.

Pese a las diferencias referentes al nivel de crecimiento que se han observado, se puede apreciar como las inercias del mercado afectan a ambas estrategias de una manera similar. Esto lleva a considerar el concepto de fondo semi-indexado (Matos, 2016). Cuando se habla de fondos activos se tiene la creencia de que son fondos que invierten en empresas muy singulares, intentando encontrar una mina de oro, pero la realidad es que, en la mayoría de casos, las empresas elegidas son algunas de las que cuentan con más visibilidad en los índices de referencia. Para examinar esta conducta se han analizado dos de los fondos más famosos del mundo con la herramienta *Active Share*, la cual indica la similitud entre una cartera y un índice. En primer lugar, se ha comprobado el fondo *Vanguard 500 Index Fund*, el cual es uno de los fondos pasivos con más capitalización en la actualidad. Este fondo cuenta con un *Active Share* del 3%, es decir, el 97% de los títulos de esta cartera pertenecen a empresas correspondientes al índice S&P 500, lo cual es lógico puesto que intenta replicar al máximo dicho índice (Cremers, 2020).

En contraposición, el fondo *AllianzGI Focused Growth Fund*, considerado un fondo plenamente activo, tiene un *Active Share* por valor de un 63%, lo cual nos indica que ese es el porcentaje de acciones que se encuentran fuera de las que conforman el índice. Analizando otros fondos activos de renombre, esta proporción se mantiene con pequeñas variaciones, lo que lleva a la conclusión de que los fondos activos se construyen mediante carteras moderadamente indexadas, pero incurriendo en unos costes mayores, como se demostrara más adelante.

6.1 Causas

Ya se ha observado el crecimiento de la gestión pasiva desde un variado conjunto de ángulos, pero, ¿qué es lo que ha llevado a hacer esta competencia tan equitativa cuando hace 20 años era una mera anécdota? Pese a que pueden surgir numerosas causas, la respuesta se encuentra en la más simple de ellas, y es que la tendencia que está siguiendo en los últimos años el mercado hacia la gestión pasiva se debe a que los fondos activos sencillamente no pueden batir los índices de referencia.

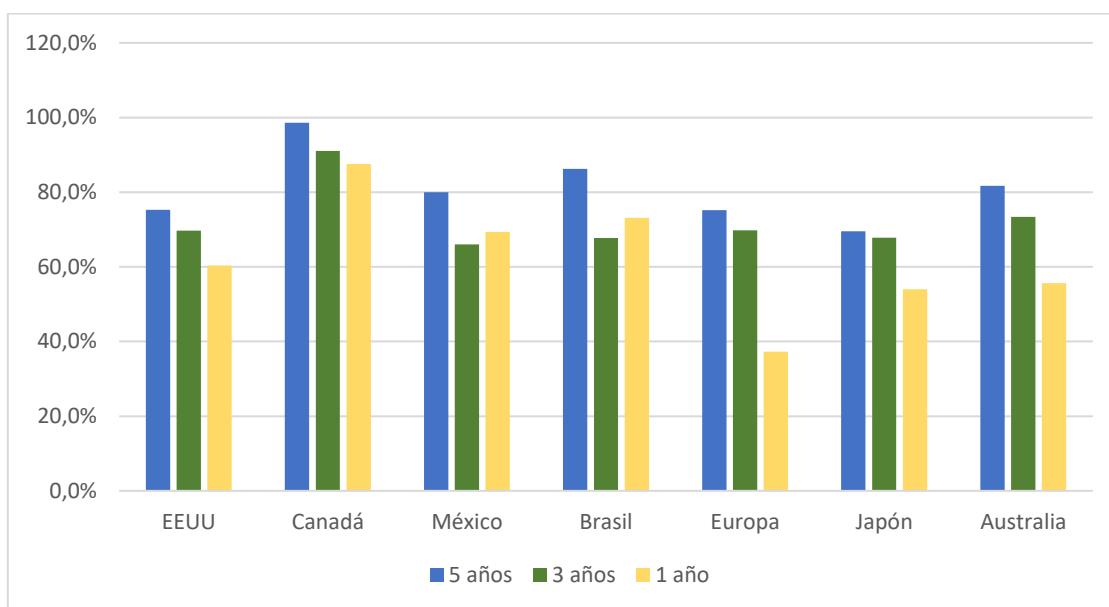


Figura 6.4: Porcentaje de fondos que no batieron al S&P 500 en el año 2020. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos ofrecidos por SPIVA a 31 de diciembre de 2020

Como se puede observar en la Figura 6.4, pese a las variaciones entre mercados, existe un número considerable de fondos que son capaces de tener un mejor rendimiento que su índice de referencia a un plazo de un año, aprovechándose de las fluctuaciones del mercado a corto plazo. Pero a medida que el horizonte temporal aumenta, es más difícil para los gestores de fondos mantener esta ventaja sobre el índice de referencia.

La principal causa de este fenómeno es el mayor número de comisiones que soportan los fondos de gestión activa. Mientras que como ya se ha mencionado anteriormente, la gestión pasiva se basa principalmente en replicar índices, la gestión activa realiza una exhaustiva búsqueda en el mercado para seleccionar aquellas acciones que, a priori, tienen un precio menor en comparación con las perspectivas de la empresa. Esta indagación lleva a un aumento de los costes para la gestora, y, por lo tanto, a una

menor rentabilidad del fondo. En 2012 la media los fondos de inversión europeos gestionados activamente tenían de media una rentabilidad superior a los índices de aproximadamente un 2%, entretanto los gastos de sus gestoras (donde se incluían los costes administrativos, el impacto del mercado y la diferente entre precios de compra y venta) eran de un 3,5% del valor liquidativo del fondo (Karl-Heinz Thielmann, 2013).

Esto lleva a observar que, pese a que la gestión activa puede tener una alta rentabilidad y superar a los índices, las grandes comisiones que soportan lastran su rendimiento y hace que la gestión pasiva sea una opción más atractiva para los inversores. De acuerdo con la Comisión Nacional del Mercado de Valores las comisiones más comunes son las siguientes:

Comisión de suscripción: Se cobra al inversor cada vez que compra participaciones del fondo, es decir, cuando se convierte en participante del fondo y cuando aumenta su inversión en el mismo, por lo que se trata de una comisión explícita. Es calculada como un porcentaje del capital invertido, que en términos absolutos no puede ser superior al 5%.

Comisión de gestión: Comisión que obtiene la gestora por la propia prestación de servicios. Se puede calcular en función del patrimonio depositado, del rendimiento del fondo o utilizando ambas variables. Así pues, en el caso de utilizar como base el patrimonio, el límite será de un 2,25% mientras que, si se usan los rendimientos como base, no podrán superar el 18%. Si se emplean las dos variables, el límite se fijará en el 1,35% del patrimonio y en el 9% de los resultados obtenidos. Al estar deducida del valor liquidativo se considera una comisión implícita.

Comisión de reembolso: Cuando el inversor decide retirarse del fondo parcial o totalmente ya sea mediante disolución o mediante traspaso debe abonar una comisión explícita, la cual no puede ser mayor al 5% del valor liquidativo.

Comisión de depósito o custodia: En este caso es la Sociedad Depositaria la que cobra la comisión por la custodia de los activos que forman el fondo.

Comisión de distribución: También llamadas “retrocesiones”, son las comisiones que cobran las redes comerciales bancarias a las gestoras por vender sus fondos. Se suelen integrar en las comisiones de gestión.

Otras: Existen otras comisiones las cuales se aplican en menor medida que las anteriores como por ejemplo comisiones de éxito, basadas en las rentabilidades obtenidas por el fondo.

Otro de los aspectos que motiva estos cambios a la hora de elegir la forma de inversión son los ciclos alcistas del mercado. Se considera que un mercado tiene una tendencia alcista cuando su índice aumenta un 20% desde sus mínimos recientes, o, en otras palabras, el mercado mantiene un crecimiento sostenido de valor a lo largo del tiempo. Una de las principales características de los ciclos alcistas del mercado es que los precios de los activos tienen una baja volatilidad, lo cual provoca que los gestores tengan menos oportunidades para aprovechar las ineficiencias del mercado debido a las escasas variaciones de precio.

Hasta la llegada de la pandemia provocada por el COVID-19, y teniendo como referencia el índice estadounidense S&P 500, el mercado ha mantenido un ciclo alcista desde el 9 de marzo de 2009 hasta el 19 de febrero de 2020. Con un periodo de 3999 días, se considera el segundo periodo alcista más largo de la historia, lo cual explica el aumento de la gestión pasiva para este mismo periodo.



Figura 6.5: Rachas alcistas en la historia de la bolsa estadounidense. Fuente: Belen Trincado (Cinco días) en base a datos ofrecidos por Reuters

6.2 Consecuencias

Una vez se ha comprobado el aumento de la gestión pasiva en detrimento de la activa, se va a proceder a hacer un pequeño esbozo sobre las consecuencias que ha tenido esta tendencia sobre los mercados financieros. Es evidente que movimientos de varios billones de dólares en los mercados tiene consecuencias no solamente financieras y empresariales, pero en el siguiente apartado se reducirán a estos campos, concretamente en la eficiencia y volatilidad de los mercados, así como en la concentración del sector y el incremento de la tecnología para la elaboración de carteras.

6.2.1 Eficiencia

En primer lugar, se va a cuestionar la teoría de la eficiencia de los mercados financieros debido al incremento de los fondos indexados y cotizados. Pese a que la gestión pasiva tiene este teorema como base, su propia forma de trabajar ha puesto en entredicho esta teoría. La esencia de un mercado bursátil es la de ser un distribuidor de capital, donde los inversores buscan las empresas con más rentabilidad, invierten en ellas y estas a su vez crecen con el aumento de la capital, promoviendo la mejora continua de las compañías para ser más atractivas de cara a los inversores.

El hecho de que un gran número de inversores compren el paquete de acciones que más se asemeje al índice de referencia independientemente del precio y rentabilidad del título frena este proceso de redistribución y provoca distorsiones en la eficiencia del mercado. Como muestra de esto, dentro de las 50 gestoras de fondos mutuos y fondos de cobertura más importantes en Estados Unidos, el número de acciones con posibilidades de superar la rentabilidad media del índice ha descendido un 20% en la década 2010-2020 (Bank of America, 2019).

Como ya se ha mencionado a lo largo del trabajo, la entrada del capital en el fondo supone su inmediata puesta en circulación, separadamente del momento del mercado, o de la economía en general. Obrar de esta manera perjudica tanto a la gestión activa como a la pasiva pero especialmente a la segunda, puesto que no puede elegir en qué empresa invertirá el dinero. Poniendo como ejemplo el índice más conocido, es muy difícil que las 500 empresas del índice S&P 500 sean atractivas en el mismo momento del tiempo.

Independientemente de esta situación, una parte del fondo, por pequeña que sea, recalcará en cada empresa. Para entender esta idea, se va a mencionar un pequeño ejemplo:

Partiendo de la teoría de que el mercado es eficiente, dentro de las empresas de un determinado índice, una de ellas vende sus títulos por valor de 100 dólares. En un mercado normal, si se considera que su situación va a mejorar, su valor aumentará, y viceversa, alcanzando nuevos precios de equilibrio. Pero con el aumento de los fondos indexados y *ETFs* muchas gestoras adquieren títulos independientemente de si confían en su presente o futura rentabilidad, aumentando su precio y alcanzando un valor de 150 dólares. ¿Significa este incremento de 50 dólares un nuevo precio eficiente debido a una mayor confianza en la empresa o simplemente se está corriendo un riesgo al sobrevalorar el título y la empresa?

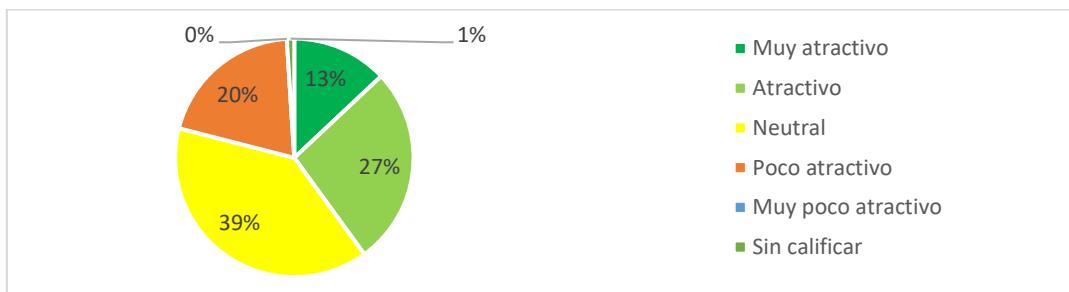


Figura 6.6: Valoración de los títulos SPY durante el año 2020. Fuente: Elaboración propia en base a datos ofrecidos por David Trainer

Analizando las carteras de algunas gestoras de renombre como por ejemplo el State Street SPDR S&P 500, se puede decir que más bien es la segunda opción, pues se calcula que alrededor del 20% de sus títulos tienen calificaciones poco atractivas o peores, mientras que solo un 40% se consideran atractivas o mejores (Trainer, 2020). Por ello, es visible que en la actualidad existen un gran número de títulos que no se están valorando de forma correcta, por lo que la eficiencia de los mercados está en clara duda.

Una posible solución es la ya citada indexación sintética. Elaborar una cartera con los valores más representativos y sólidos de los diferentes índices no solo reduciría los costes, sino que eliminaría títulos con un alto riesgo. Pagar un sobreprecio por empresas representativas con una alta tasa de retorno como por ejemplo Microsoft Inc. (cuenta con una tasa de retorno anual del 19,34%) o Apple Inc. (la cual ha aumentado hasta llegar a una tasa anual del 17,63%) no supone un gran riesgo debido a la pronta recuperación de la inversión, pero en otros casos como por ejemplo Twitter Inc., donde su tasa es de un

1,78%, o dicho de otra manera, 50 años para recuperar la inversión inicial, hace que no merezca la pena el elevado riesgo debido a su baja ponderación.

6.2.2 Volatilidad

Tras comprobar este desajuste en los precios de los títulos, se ha analizado si además existe una volatilidad desmesurada. Una variación intensa y frecuente de los precios provocaría una inestabilidad en los mercados financieros que repercutiría negativamente en la rentabilidad de los fondos.

Para llevar a cabo este análisis se ha utilizado el índice VIX, el cual mide la volatilidad de las opciones de compra y de venta mensuales del mercado Chicago en el índice S&P500, reflejada entre 0 y 100. Como se puede ver en la figura 6.7, el incremento de la gestión pasiva no ha aumentado de una manera directa al índice puesto que los valores se han mantenido relativamente estables a lo largo del tiempo. Los picos corresponden a los momentos más turbulentos del mercado como el inicio del año 2000, la crisis de 2007 o la pandemia del COVID-19. A fecha de mayo de 2021, el valor se encuentra en 20,94 con lo que se espera que la volatilidad del índice S&P 500 sea del 20,94% a lo largo del año. Dicho de otra manera, se espera que el precio del índice no aumente o descienda en un 20,94% a lo largo del año, en contraposición con la variación del 24,95% que se obtuvo a comienzo del milenio. Por tanto, se concluye que no es un parámetro que se vea afectado directamente por la estrategia de inversión seguida.

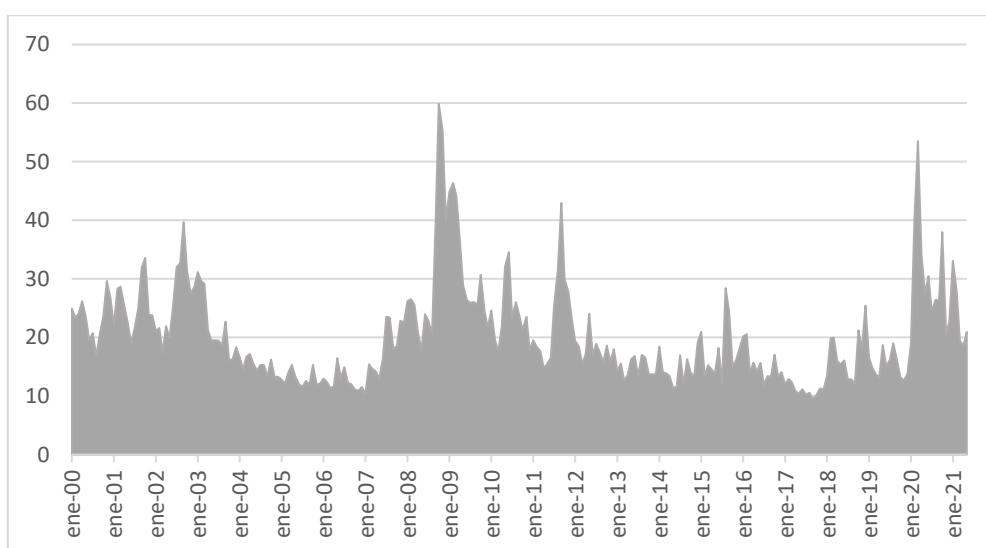


Figura 6.7: Evolución del índice VIX en el periodo 2000-2021. Fuente elaboración propia en base a datos ofrecidos por Investing.com

6.2.3. Concentración del sector financiero

El cambio de orientación a la gestión pasiva ha tenido su repercusión en la concentración de la industria de gestión de activos provocando una alta densidad en cuanto al número de gestoras de fondos, fruto de las economías de escala y de la alta competencia del sector. Se entiende como concentración de un sector al tamaño de las principales empresas con respecto al total del sector. Cuanto mayor sea la concentración de un sector, menor será la intensidad competitiva del mismo. Para comprobar el grado de concentración del sector, y por tanto el control que tienen las empresas sobre el mercado, se va a analizar el Índice Herfindahl-Hirschman (HHI). Se calcula como la suma de los cuadrados de la cuota de mercado de las empresas más importantes de un determinado sector. Pese a que existen varias interpretaciones, la medición más extendida, usada por ejemplo por el Departamento de Justicia estadounidense, establece que el límite de concentración es 1500, por lo que un sector con un índice menor no se considerará concentrado, entre 1500 y 2500 estará moderadamente concentrado y a partir de 2500 será un sector concentrado.

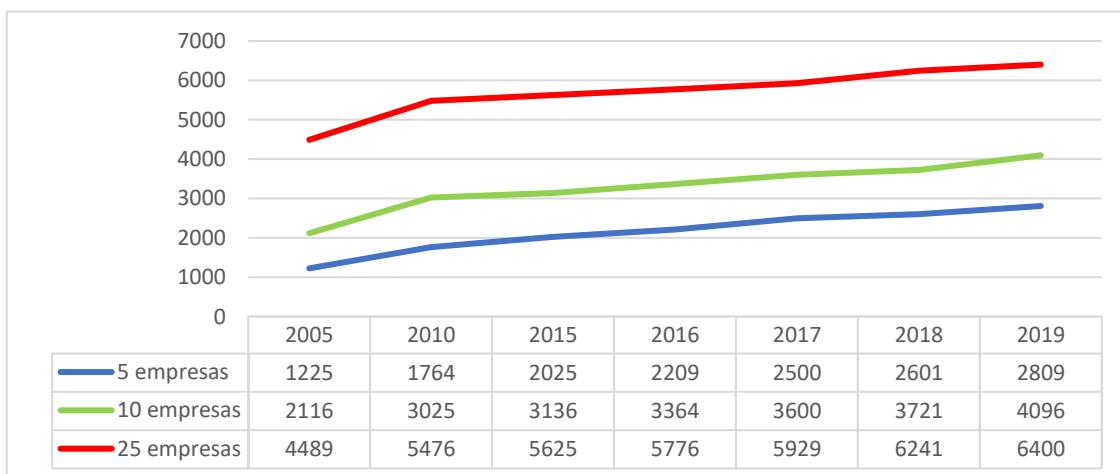


Figura 6.8: Índice HHI del sector financiero a nivel mundial en el periodo 2005-2019. Fuente: Elaboración propia en base a datos ofrecidos por Morningstar

En primer lugar, se ha analizado el índice de las compañías de inversión más importantes en el sector, independientemente de su estrategia seguida. Para el caso de las diez empresas más importantes del sector, desde los 2116 puntos en 2005 se ha pasado a prácticamente duplicarse con los 4036 puntos existentes a comienzos de 2020. La suma de la cuota de mercado para estas empresas era de un 46% en 2005, mientras que a cierre de 2019 era de un 64%. Si se realiza el mismo índice con las 25 empresas con más

presencia, en 2005 se contaba con un índice HHI de 4483 y en 2019 se ha disparado hasta los 6400.

En ambos casos el índice supera con creces el límite para establecer un sector concentrado. En cuanto a la cuota de mercado, la suma de las siguientes 15 empresas en el ranking, aportaba una cuota de mercado de un 21% en 2005, mientras que en 2019 era de un 16% para llegar a un total de 80% de cuota de mercado, una señal más del aumento del nivel de concentración.

Si esto es significativo a nivel mundial, en el caso de los mercados nacionales, como por ejemplo el español la diferencia es aún mayor. De las 98 gestoras existentes en España, las diez con más presencia controlan el 79% del mercado, mientras que las 25 mayores controlan un 93% del mercado.

Al centrar el objetivo sobre la gestión pasiva, se aprecia como muchas de las empresas dominantes a nivel general también lo son en este campo, por lo que los resultados son muy similares, destacando el caso de Vanguard que acapara el 25% de la cuota de mercado a nivel estadounidense.

Cuota de mercado de las gestorías más grandes a nivel estadounidense		
	1999	2019
Vanguard	10%	25%
BlackRock	1%	9%
State Street	0%	3%
Fidelity	14%	9%
Charles Schwab	0%	1%
Resto	75%	53%

Tabla 6.2: Cuota de mercado de las gestorías más grandes a nivel estadounidense para los años 1999 y 2019. Fuente: Elaboración propia en base a datos ofrecidos por Wharton Research Data Services

En la tabla 6.2 se observa como la concentración del sector ha coincidido con el periodo de aumento de la gestión pasiva, lo cual se ha atribuido a dos causas principales. En primer lugar, los fondos de inversión se aprovechan de economías de escala, debido a que un mayor volumen de activos permite una distribución de los costes entre una base más amplia. Los costes medios para una gestora con unos activos gestionados de 100 millones de dólares eran de 177.000 dólares en el año 2013 mientras que para una empresa que gestiona 500 millones de dólares el gasto medio era de 210.000 dólares en el mismo momento del tiempo. Esto representa un gasto de hasta un 51% del presupuesto en las empresas más pequeñas, mientras que en las más grandes representan solamente el 23%, lo cual nos da a entender las dificultades que tienen las empresas para poder crecer o incluso mantenerse, creando barreras a la entrada que complican la diversidad empresarial (Citi Prime Finance, 2013).

En segundo lugar, el hecho de que la gran mayoría de carteras que trabajan con fondos indexados y *ETFs* sean muy similares en cuanto a su composición hace que los clientes se decanten por aquellas con menores comisiones. En ese caso, las grandes gestoras pueden aprovechar las ya mencionadas economías de escala para ofrecer productos con menos costes para el cliente creando una bola de nieve donde cada vez las diferencias entre pequeñas gestoras y las grandes corporaciones es más evidente. Debido a esto, las empresas con menos cuota de mercado tienen la necesidad de fusionarse y poder hacerse un hueco en el mercado, aumentando la concentración del sector. La crisis provocada por el COVID-19 ha acelerado este proceso, exemplificada en casos como la compra de Eaton Vance por Morgan Stanley, lo cual ha aumentado el valor del banco estadounidense en 5.955 millones de euros o la reciente compra de la gestora Legg Mason por Franklin Templeton Investments.

La principal consecuencia es la privilegiada posición que han obtenido las gestoras de referencia en muchas de las mayores compañías del mundo. Esto conlleva el fenómeno de “propiedad cruzada” donde empresas que en teoría son competidoras están en manos de los mismos propietarios, creando oligopolios y afectando de manera negativa al consumidor. Un ejemplo que plasma este efecto de manera clara es el caso de las aerolíneas estadounidenses. Coincidiendo con el aumento de volumen de las gestoras, se ha producido una adquisición por parte de estas de las mayores compañías aéreas de Estados Unidos.

La gestora Berkshire Hathaway tiene un 10% de United Airlines, convirtiéndola en su máxima accionista, mientras que es la segunda mayor propietaria de American Airlines. Otra compañía como Vanguard es la principal accionista de las aerolíneas EasyJet y de American Airlines, así como es accionista de las otras tres grandes aerolíneas estadounidenses. En el resto de aerolíneas también aparecen entre los principales accionistas los nombres de conocidas gestoras como BlackRock o JP Morgan. Bajo esta falsa competencia entre aerolíneas, en algunas de las rutas principales en Estados Unidos se ha visto un aumento generalizado de los precios de entre un 4% y un 10%, aumentando el beneficio de las compañías en detrimento de los clientes (Azar, 2017).

Otra de las consecuencias de esta concentración es el riesgo sistémico que supone su presencia en un determinado mercado. ¿Qué pasaría si Vanguard, empresa que solo en el mercado español tiene invertidos 12.000 millones de euros en el Ibex 35, o lo que es lo mismo, entre un 0,8% y un 4,2% de cada empresa perteneciente a dicho índice, decide retirarse del mercado ante una situación bajista como la actual? La respuesta es que podría crear una reacción en cadena ante el seguimiento de otras gestoras y provocar la quiebra del mercado, como ya ha ocurrido en otras crisis financieras (Lapetra, 2020).

Pero el aumento de la gestión pasiva no solo condiciona al sector bursátil, sino que provoca una mayor concentración en el resto de industrias. Como la mayor parte de índices del mundo se basan en el ya mencionado método de capitalización, una gran proporción del dinero fluye a las acciones de las compañías más populares debido a su mayor ponderación en los índices.

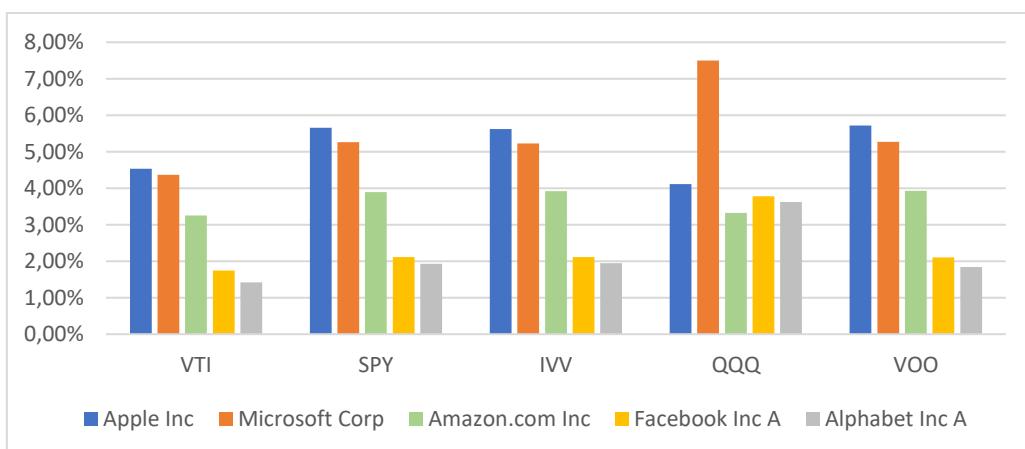


Figura 6.9: Proporción de empresas en las ETFs más grandes del mundo. Fuente: Elaboración propia en base a datos ofrecidos por Morningstar

Dentro de las cinco ETFs más grandes del mundo, estas son State Street SPDR S&P 500 ETF (SPY), iShares Core S&P 500 ETF (IVV), Vanguard Total Stock Market Index Fund (VTI), Vanguard 500 Index Fund (VOO) e Invesco QQQ Trust (QQQ), se observa que todas cuentan con las mismas empresas entre sus principales participaciones. (Figura 6.9). A fecha de enero de 2020, estas acciones componían el 18% de la capitalización del índice S&P 500, una concentración que con la llegada de la pandemia ha aumentado, puesto que la inclusión de la distribuidora de contenido digital Netflix sumado al aumento de las ya mencionadas, ha llevado a que prácticamente 6 empresas acaparen una cuarta parte de la capitalización del mercado.

6.2.4 Crecimiento de los *robo advisor*

Si existe un elemento en el mundo de la inversión que se ha aprovechado del crecimiento de la gestión pasiva y del auge del comercio electrónico y las nuevas oportunidades surgidas gracias a la digitalización progresiva en la última década han sido los *robo advisors* o gestores automatizados. Se tratan de servicios online de gestión financiera, en las cuales la elaboración y manejo de la cartera de inversión se hace de manera totalmente automatizada, utilizando para ello los distintos índices y fondos cotizado existentes en el mercado.

Se tratan de servicios con una corta trayectoria, pues comienzan a utilizarse en 2008. Al principio, su propósito principal era reequilibrar los activos de los inversores dentro de los fondos con fecha objetivo, haciéndolos de esta manera más conservadores ante el riesgo. Posteriormente, se observaron las ventajas de reorientar estos servicios hacia una forma más pasiva de gestión, por lo que el crecimiento de estas estrategias las ha popularizado hasta llegar a la actualidad. Solo en Estados Unidos, donde es el país en el cual más presencia tiene, contó en 2020 con una cifra de 150.00 millones de dólares.

Además, las previsiones del sector son muy positivas, con un crecimiento anual esperado del 15% en Estados Unidos y de un 20% en Europa, donde de acuerdo con Ignasi Viladesau, director de inversiones de MyInvestor, “se tiene la ventaja de que los bancos clásicos son algo más lentos y tiene problemas a la hora de general ingresos. En consecuencia, siguen cargando comisiones elevadas para los productos tradicionales”.

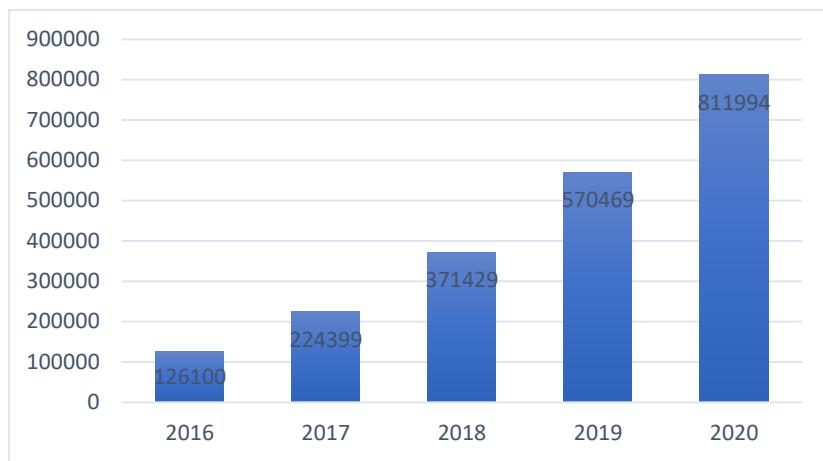


Figura 6.9: Activos bajo gestión de Roboadvisors a nivel mundial (en millones de dólares). Fuente: Elaboración propia en base a datos ofrecidos por Statista

Su éxito radica en la comodidad para el inversor. La única decisión que tiene que tomar es el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir, realizando en la mayoría de casos un test de aproximadamente diez preguntas. A partir de esta elección, el control total es del *robo advisor*, no solo moldeando la cartera de manera robotizada, sino también realizando su posterior gestión, basándose en el Método o Simulación de Montecarlo. Creado en 1944 por Stanislaw Ulam y John Von Neumann, se trata de una técnica matemática computarizada que calcula todos los escenarios posibles y luego los analiza estadísticamente para poder medir el riesgo.

Pese a las numerosas ventajas que ofrece este sistema, como sus bajas comisiones o la accesibilidad que proporciona a los mercados bursátiles a personas no expertas en la materia, con la pandemia del COVID-19 se ha visto muy clara su principal desventaja, que no es otra que su toma de decisiones unilateral. Ante las fuertes caídas en las bolsas mundiales, los principales *robo advisors* realizaron sus análisis e interpretaron que la opción más sólida era vender, adelantándose a la toma de decisiones de políticos o economistas, provocando un exceso de demanda en todos los mercados y en definitiva el ciclo bajista más importante de la historia reciente. Para evitar este tipo de problemas se ha tratado de regular este aumento mediante la obligación de registrarse en el caso de gestoras afincadas en Estados Unidos en el *U.S. Securities and Exchange Commission*, igual que si se tratara de un inversor tradicional.

7. Conclusiones

Tras finalizar este estudio sobre la gestión pasiva y su comparación con otros tipos de estrategias, se puede concluir que los dos objetivos planteados inicialmente se han cumplido satisfactoriamente.

En primer lugar, se ha observado como la gestión pasiva ha crecido en la última década en todos los aspectos. En algunos de los más importantes, como el volumen de activos o la cuota de mercado de la que disponen las gestoras de fondos pasivas, hay que destacar que su crecimiento ha sido elevado y constante durante el periodo estudiado, especialmente desde el inicio en 2007 de la crisis financiera. También es reseñable mencionar que, aunque la gestión pasiva al comienzo del periodo era considerada secundaria e incluso residual en mercados como el europeo o asiático, en la actualidad rivaliza con la gestión activa en similares proporciones en prácticamente todos los mercados financieros del mundo. La principal causa de este cambio se encuentra en las elevadas comisiones que soportan las carteras de inversión activa, pese a que se ha comprobado que pueden llegar a ser más rentables que sus contrapartes pasivas antes de aplicar dichas comisiones.

Por otro lado, pese a que no se ha estudiado exhaustivamente el futuro de esta estrategia, las previsiones sobre si se mantendrá esta dinámica en el futuro son positivas, por lo que es probable que, en un futuro no muy lejano, la gestión pasiva sea la estrategia dominadora en los mercados financieros.

Centrando el foco en el segundo objetivo, el cual está estrechamente relacionado con la hipótesis propuesta, se ha concluido que el incremento de la gestión pasiva afecta de diferentes maneras a los mercados financieros. Se ha analizado la eficiencia de estos últimos, base de la gestión pasiva, y se ha comprobado que la calidad de los títulos ha descendido, perjudicando de esta manera la rentabilidad de las carteras y creando índices menos eficientes.

De la misma manera, se ha estudiado como afecta el crecimiento de la gestión pasiva a la concentración de los mercados financieros. El resultado ha puesto de manifiesto la gran concentración existente en los sectores financieros en la actualidad. Las economías de escala, las cuales permiten ofrecer productos más rentables, juegan un papel decisivo en un sector tan competitivo como el de las carteras de gestión pasiva,

donde el producto ofrecido es muy similar. Además, esta concentración, se traslada a la mayoría de sectores, donde en muchos casos las principales compañías están en manos de las mismas gestoras, creando conflictos de intereses.

Otros elementos, como los *robo advisors* se han visto claramente favorecidos por las sinergias entre la gestión pasiva y el crecimiento de la tecnología, favoreciendo la automatización de estos servicios, repercutiendo positivamente en su rentabilidad. También se ha comprobado que otros aspectos como la volatilidad de los precios se ha mantenido indiferente ante los cambios de estrategias en el periodo analizado. Una posible vía de investigación que se propone es analizar si el aumento sostenido de la gestión pasiva podría afectar a la liquidez de los mercados y, por ende, a la volatilidad.

Finalmente, se observa como la hipótesis planteada al comienzo del trabajo se ha cumplido. La gestión pasiva es una estrategia que, por su actual volumen, donde gestiona más capital que muchas economías del mundo, es prácticamente imposible que no influya de alguna manera en los mercados financieros. En algunos casos de manera positiva, permitiendo que muchos particulares puedan invertir y en otros casos negativa, como la concentración del sector o el sobreprecio en algunos títulos. A modo de cierre, decir que pese al perfil bajo que mantiene la gestión pasiva, dejando los focos para otro tipo de estrategias, se ha demostrado en este trabajo que en la actualidad es un actor importante en los escenarios económicos de todo el mundo.

8. Bibliografía

Alonso A. (2020) La pandemia acelera la concentración de gestoras ante la presión de costes. *El economista*. 12 de noviembre. Disponible en:

<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10819292/10/20/La-pandemia-acelera-la-concentracion-de-gestoras-ante-la-presion-de-costes.html>

Anadu K., Krutli M., McCabe P., Osambela E. (2018) The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability? Reserva Federal del Banco de Boston

AndBank, Observatorio del Inversor (2014) *¿Qué es el Tracking error?* Disponible en: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-tracking-error/>

Artal V. (2017) Estrategia de indexación para el inversor minorista español. *Grado en Finanzas y Contabilidad*. Trabajo de Fin de Grado. Universidad de Zaragoza

Aznar D. (2018) Análisis de los estados financieros y comparación con su sector. *Grado en administración y dirección de empresas*. Trabajo de Fin de Grado. Colegio universitario de estudios financieros

BBVA *Qué ahorro fiscal supone un plan de pensiones*. BBVA. Disponible en: <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/planes-de-pensiones/ahorro-fiscal-plan-de-pensiones.html> [Consultado el 05/04/2021]

Bogle J. (1951) *The Economic Role of the Investment Company*. Trabajo de fin de grado. Universidad de Princeton

Bolsa de Madrid. *Los Fondos Cotizados (ETF)*. Disponible en: https://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/docsSubidos/1_Que_son ETF.pdf [Consultado el 10/4/2021]

Bover O., Hospido L., Villanueva E. (2016) *Encuesta de competencias financieras* (edición 2018)

Buigues G., (2018) Fondos indexados y Fintech. *Grado en administración y dirección de empresas*. Trabajo de Fin de Grado. Universitat Politècnica de Valencia

Coelho P. (2019) *Los tres tipos de réplica de los ETF*. Disponible en: <https://fundspeople.com/es/opinion/los-tres-tipos-de-replica-de-los-etf/>

Cremers M. *ActiveShare.info*. Disponible en: <https://activeshare.info/#/>

Ellis C. (1995) The Loser's Game. *Financial Analysts Journal*. Pp. 95-100, DOI: 10.2469/faj.v51.n1.1865

España. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, *Boletín Oficial del Estado*, (265) 5 de noviembre de 2003. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2003/11/04/35>

España. Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. *Boletín Oficial del Estado* (285) 29 de noviembre de 2006. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2006/11/29/pdfs/A41734-41810.pdf>

Europapress.es (2021). *El patrimonio en fondos de inversión españoles se mantiene en el 2020, con una rentabilidad media del 1%*. (Madrid) Disponible en: <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-patrimonio-fondos-inversion-espanoles-mantiene-2020-rentabilidad-media-20210112160647.html>

[Consultado el 6/4/2021]

Fama E. (1969). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol. 25, No. 2, pp. 389-413.

Franzoni F. (2019) The Effects of Concentration in the Asset Management Industry on Stock Prices. *Promarket*. Disponible en: <https://promarket.org/2019/06/07/the-effects-of-concentration-in-the-asset-management-industry-on-stock-prices/> [Consultado el 5/5/2021]

Galán D. (2014) Aladdin, oportunidades y amenazas. Ciencias económicas y empresariales. Universidad Pontificia de Comillas, Madrid

Gasent J. (2021) El 56% del patrimonio en IICs españolas se canaliza a través de gestión discrecional o asesoramiento. *Rankia Pro*. 23 de marzo. Disponible en: <https://es.rankiapro.com/patrimonio-iics-espanolas-canaliza-traves-gestion-discrecional-asesoramiento/> [Consultado el 11/4/2021]

Gestión activa vs gestión pasiva: el 87% de los fondos no superan a sus «benchmark» (2020) En naranja. Disponible en: <https://www.ennaranja.com/inversores/fondos-de-inversion/desempeno-gestion-pasiva-activa/>

Gomendio P. (2018) GESTIÓN DE CARTERAS. GESTIÓN ACTIVA VS. GESTIÓN PASIVA. Ciencias económicas y empresariales. Universidad Pontificia de Comillas, Madrid

Instituto Nacional de Estadística (2020). *Indicador adelantado del Índice de Precios de Consumo (IPC)*. Disponible en: <https://www.ine.es/daco/daco42/daco421/ipcia1220.pdf>

Investment Company Book. Morningstar. (2020) A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. (60º edición) Disponible en: https://www.ici.org/system/files/attachments/pdf/2020_factbook.pdf

Is passive Investing causing a bubble? Disponible en: <https://occaminvesting.co.uk/a-summary-is-passive-investing-causing-a-bubble/> [Consultado el 5/5/2021]

Johnson B. (2020) Busting the Myth That Active Funds Do Better in Bear Markets. *Morningstar*. Disponible en: <https://www.morningstar.com/articles/999669/busting-the-myth-that-active-funds-do-better-in-bear-markets>

Koh K., Semenzato G (2019) Observatorio de Gestión Pasiva 2019. *Research Finizens*. Disponible en: <https://finizens.com/docs/Observatorio%20de%20Gesti%C3%B3n%20Pasiva%202019.pdf> [Consultado el 3/5/2021]

Karl-Heinz Thielmann (2013) Financial Risks and Management. *The Encyclopaedia of Human Geography*. (pp.139–145)

Lauricella T., DiBenedetti G. (2019) A Look at the Road to Asset Parity Between Passive and Active U.S. Funds. *Morningstar*. Disponible en: <https://www.morningstar.com/insights/2019/06/12/asset-parity>

Lera R. J. (2016) Eugene Fama y la eficiencia de los mercados. Grado en finanzas. Universidad de León.

Matos P. (2017) *The Growth of Passive Investing Worldwide*. Universidad de Virginia. Disponible en: <https://www.darden.virginia.edu/sites/default/files/inline-files/Matos%20The%20Growth%20of%20Passive%20Investing%20Worldwide.pdf>

McDevitt K., Watson N. (2020) The Decade in Fund Flows: A Recap in 5 Charts. *Morningstar*. Disponible en: <https://www.morningstar.com/insights/2020/01/29/fund-flows-recap>

McGuinty T., Krouse S., Bentley E. (2016) Index Funds Are Taking Over the S&P 500. *The Wall Street Journal*

McWhinney J. Investopedia (2018) *A Brief History of the Mutual Fund* Disponible en: <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>

Montes G. (2018) 25 años del primer ETF: Repasamos la historia de los fondos cotizados y su introducción en España. Rankia. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/etf/3942092-25-anos-primer-etf-repasamos-historia-fondos-cotizados-introduccion-espana>

Perez P. (2020) Gestión de carteras: Un enfoque hacia los roboadvisors. Grado en economía. Trabajo de Fin de Grado. Universidad de Cantabria

Rangarajan G. (2017). The Growth of Index Investing & Financial Markets. Trabajo de Fin de Grado. Universidad de Harvard.

Rekenthaler J. (2020) Indexing During the 2010s. *Morningstar*. Disponible en: <https://www.morningstar.com/articles/986180/indexing-during-the-2010s> [Consultado el 15/4/2021]

Renshaw E., Feldstein P. (1960) The Case for an Unmanaged Investment Company. *Financial Analysts Journal*, pp. 43-46, DOI: 10.2469/faj.v16.n1.43

Tjornehoj J., (2018) Exploring Fund Industry Concentration: The Good, The Bad, and The Unknown. *Broadbridge*. Disponible en: https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-exploring-fund-industry-concentration.pdf [Consultado el 5/5/2021]

Woolley P. (2010) Por qué los mercados financieros son tan ineficientes y explotadores y una propuesta de solución. *Revista de economía institucional*. Volumen 12. N.º 23. 2010

