



Miquel Masoliver. *Gestor de GVC Gaesco Gestión*

Existe, **en el mundo de los fondos de inversión, un candente debate sobre la superioridad de la gestión activa en pro de la gestión pasiva.** Ante el hecho de que un porcentaje muy elevado de fondos activos fracasan a la hora de batir al índice de referencia*, los partidarios de la gestión pasiva utilizan el sólido argumento que no tiene sentido alguno pagar las elevadas comisiones de un fondo activo, pudiendo contratar un fondo pasivo o **ETF (Exchange Traded Fund), con un menor coste y una operativa más ágil.**

No obstante, dos investigadores de la Universidad de Yale, **Martijn Cremers** y **Antti Petajisto**, publicaron en 2009 un interesante artículo dónde se explica **el por qué de tan elevado porcentaje de fracaso de los fondos activos a la hora de batir el índice.**

Para tal fin, los dos autores diseñaron una nueva métrica llamada **Active Share**, que mide el **porcentaje de no-solapamiento entre la cartera de un fondo y su índice de referencia:** un valor del 100% significa que no existe ningún valor común entre el índice y la cartera del fondo (gestión puramente activa), mientras que un valor del 0% significa que el fondo invierte en todos los valores que constituyen el índice con las mismas proporciones (gestión puramente pasiva).

Esta nueva métrica fue combinada con el Tracking Error (que cuantifica la diferencia entre los retornos obtenidos por el índice y los obtenidos por el fondo), con el objetivo de clasificar e identificar los tipos de fondos activos que existen en el mercado. Su clasificación consta de cuatro tipos de fondos:

- **Stock pickers diversificadores.-** active share alto y tracking error bajo
- **Stock pickers sectoriales.-** active share alto y tracking error alto
- **Factor bets o sectoriales.-** active share bajo y tracking error alto
- **Closet indexers o pasivos encubiertos.-** active share bajo y tracking error bajo

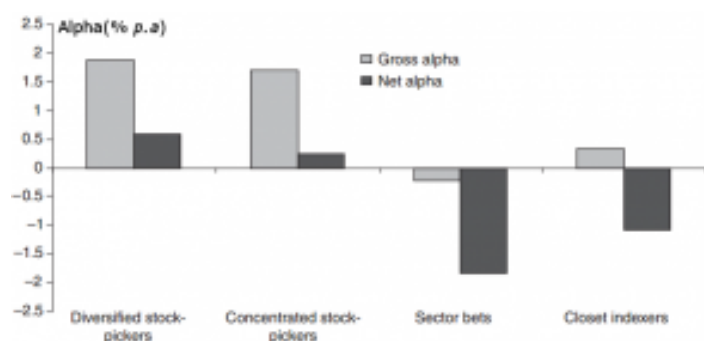


Al calcular el active share y el tracking error de los fondos americanos de renta variable, los autores se dieron cuenta que **los fondos activos con un active share bajo (los clasificados como “closet indexers” y “factor bets”) son en realidad fondos de gestión pasiva pero comercializados como fondos de gestión activa.**

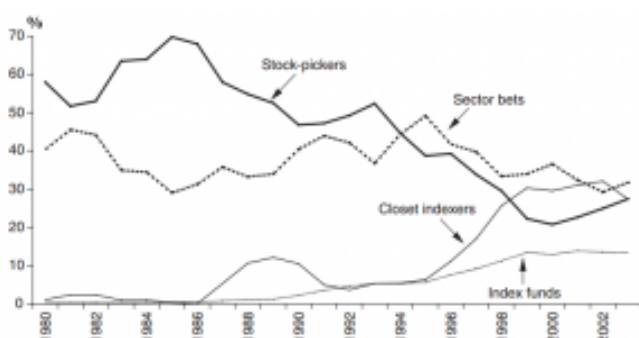
Esta consideración se ve confirmada por el gráfico a continuación, que contiene los valores de alpha generados por los cuatro tipos de fondos activos desde 1990 hasta 2003, antes (gross alpha) y después de aplicar las comisiones de gestión (net alpha).

Las **alphas negativas** de los fondos “**Closet indexers**” y “**Factor bets**” son consecuencia

de dos factores: En primer lugar, estos fondos generan una alpha cercana al zero debido a que replican el índice. En segundo lugar, las comisiones aplicadas a los inversores son las propias de la gestión activa.

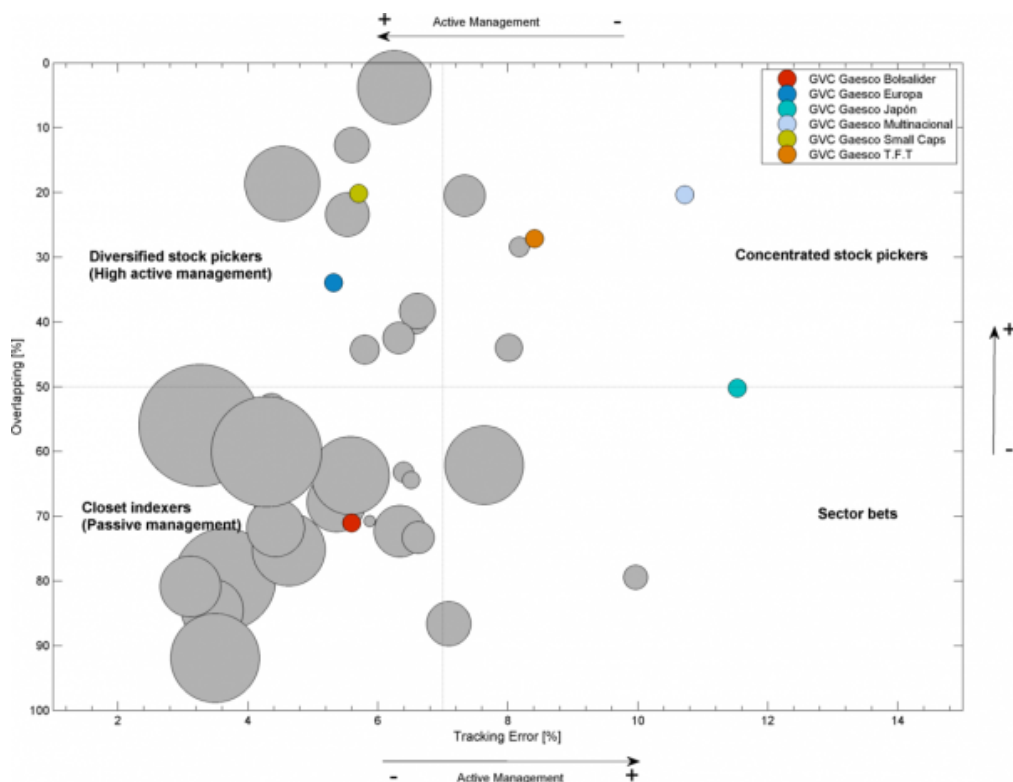


Finalmente, si nos fijamos en la evolución del porcentaje de fondos activos en los Estados Unidos (gráfico siguiente), observamos que el porcentaje de fondos “Stock-pickers” ha ido decreciendo en favor de los fondos “Closet indexers”. Esto, sumado al hecho expuesto anteriormente, explica **por qué la mayoría de los fondos considerados como activos no logran batir su índice**: Porqué, en realidad, **iuna gran parte de los fondos de renta variable, son fondos de gestión pasiva enmascarados como fondos de gestión activa!**



Para establecer hasta qué punto esto puede afectar a un inversor, se analizaron los fondos de renta variable de [GVC Gaesco](#) y se compararon con fondos de las mismas categorías de otras entidades financieras, principalmente grandes bancos. En vez de utilizar el active share, se utilizó una nueva métrica desarrollada por el equipo cuantitativo de GVC Gaesco llamada **Overlapping: que es equivalente al active share y que permite seguir clasificando a los fondos en 4 tipos expuestos anteriormente. A diferencia del active**

share, un valor del 100% del Overlapping significa que el fondo contiene los mismos valores y en la misma proporción que el índice de referencia.



Tal y como se puede observar en el gráfico superior, todos los fondos de [GVC Gaesco](#) se sitúan en el terreno de la **gestión activa**, a excepción de GVC Gaesco Bolsalider. Éste es un caso especial puesto que el mercado español es un mercado pequeño dónde es difícil desmarcarse de las acciones que conforman el Ibex 35. En este caso, para discernir entre gestión pasiva y activa, sería aconsejable un análisis más profundo de su rentabilidad histórica.

Por el contrario, la gran mayoría del patrimonio gestionado por los bancos seleccionados (el tamaño de la circunferencia es proporcional al volumen gestionado), se sitúan en la gestión pasiva, especialmente en la categoría de **“closet indexers”**: **fondos gestionados de forma pasiva pero que aplican una comisión de gestión al inversor propia de los fondos de gestión activa.**

A modo de conclusión, solo comentar que la gestión activa no goza de tan mala salud como a los partidarios de la gestión pasiva les gustaría creer. Si bien es cierto que no todos los fondos de gestión activa son capaces de batir al índice de referencia, es importante

remarcar que muchos de los fondos denominados fondos de gestión activa, son en realidad fondos prácticamente pasivos pero que aplican unas tasas de gestión propias de la gestión activa.

* *“Según Morningstar, en los últimos 10 años el fondo Vanguard’s S&P 500 batió el 74% de fondos comparables sin tener en cuenta comisiones de gestión, y un 86% una vez descontadas las comisiones” Greg Mankiw, Profesor de Harvard.*

Gestión pasiva: estrategia de inversión que consiste en replicar el retorno de un índice comprando (casi todos) los valores del índice en las proporciones oficiales.

Gestión activa: cualquier desviación en la gestión pasiva.

Fuentes:

How active is your fund manager? A New Measure That Predicts Performance. K.J. Martijn Cremers and Antti Petajisto (2009).

Active Share and Mutual Fund Performance. Antti Petajisto (2013)

Behavioural Investing. James Montier (2007)

Síguenos: