

Gestión pasiva versus activa en mercados financieros

Passive versus Active Investing in Financial Markets

Iñigo BURGUERA CUESTA

Universidad Complutense de Madrid

inigobur@ucm.es

ORCID 0009-0000-8705-1887

Recepción: Septiembre 2025

Aceptación: Noviembre 2025

RESUMEN

Debido a la popularidad que ha presentado en los últimos años la gestión pasiva, se realiza un estudio comparativo teórico con la gestión activa para determinar, según beneficios y riesgos, así como cuál estrategia puede ser óptima para el inversor, su impacto en la eficiencia de mercado. En el contexto de la Unión Europea, esta creciente expansión de la gestión pasiva frente a la activa tiene implicaciones directas en la eficiencia de los mercados, la estabilidad financiera y la competencia empresarial. La popularidad de los fondos indexados y ETFs pese a plantear ventajas en costes y accesibilidad para los inversores europeos, puede llegar a generar riesgos relacionados con la concentración de poder en grandes gestoras globales y la posible reducción de la eficiencia de los mercados de capitales de la UE.

Palabras clave: Eficiencia de Mercado, Gestión Activa, Gestión Pasiva, Propiedad Horizontal.

Clasificación JEL: G11, G14.

ABSTRACT

Due to the popularity of passive investment management in recent years, a theoretical comparison with active management is carried out in order to determine, according to benefits and risks, which strategy may be optimal for the investor, its impact on market efficiency. In the context of the European Union, this growing expansion of passive versus active management has direct implications for market efficiency, financial stability and business competition. The popularity of index funds and ETFs, while offering cost and accessibility advantages for European investors, may generate risks related to the concentration of power in large global fund managers and the possible reduction in the efficiency of EU capital markets.

Keywords: Market Efficiency, Active Investing, Passive Investing, Horizontal Shareholding.

JEL Classification: G11, G14.



1. INTRODUCCIÓN

En el siguiente trabajo se pretende analizar la disyuntiva existente entre la gestión activa y pasiva determinando tanto sus principios teóricos como prácticos para poder discernir, cuál de ambas gestiones ofrece un mejor resultado al inversor. Esta disyuntiva, entre gestión activa y pasiva no es únicamente un debate financiero, sino un tema de relevancia estratégica para la Unión Europea. En un entorno económico basado en la necesidad de impulsar la competitividad, atraer inversión y garantizar la estabilidad de los mercados, la forma en que los capitales son asignados resulta determinante. El auge de la gestión pasiva ofrece beneficios claros en costes y diversificación, pero también plantea retos para la política de competencia, la autonomía financiera europea y la sostenibilidad de la innovación en sus mercados.

Dicha disyuntiva, viene generada por la importancia que la gestión pasiva ha ido adquiriendo en los últimos años debido a los beneficios que aporta en comparación a la tradicional gestión activa. Pese a que se siga utilizando la gestión activa para poder aprovechar las ineficiencias del mercado, se pretende determinar si existe una opción superior a la otra en términos tanto de la evolución y condición del mercado como la concentración de activos dentro del mismo sector y como puede influir en la capacidad competitiva.

161

Para poder realizar dicho estudio y aclarar los objetivos del mismo, el trabajo se dividirá en las siguientes partes; la primera, donde se analizará la eficiencia del mercado siendo esta la base del trabajo ya que tanto la gestión activa como pasiva derivan de su existencia o no, una segunda parte donde se definen y se enumeran las características de ambas gestiones, la tercera parte donde se recogen las opiniones de diversos autores de renombre sobre si están a favor o en contra del uso de la gestión pasiva y finalmente, las conclusiones sobre todo lo mencionado con anterioridad.

2. LA EFICIENCIA DEL MERCADO

Es importante aclarar sobre qué bases o principios se basan la gestión activa y la gestión pasiva para así, tener una mejor perspectiva de su implementación y aplicación. Empezando por los métodos de análisis nos encontramos con dos; el análisis fundamental y el análisis técnico.

El análisis fundamental (introducido por primera vez en el libro *Security Analysis* en 1934 por los autores Benjamin Graham y David Dodd), se basa en determinar un valor fundamental al título o acción a través del estudio de las distintas variables a las que dicho valor sea sensible. Con este método se pretende saber si el precio está justamente o no valorado a través de variables que afectan a su valor. Estas variables, (López, 2022)

pueden ser de ámbito microeconómico o macroeconómico si afectan directamente a la empresa. Generando de esta manera, dos tipos de métodos:

1. **Método *Top-Down***, donde se empieza desde una perspectiva más generalizada de la economía hasta la más específica.
2. **Método *Bottom-Up***, donde se empieza analizando la propia situación de la empresa para acabar analizando la economía en general.

Por otro lado, (López, 2022) el análisis técnico se basa en el estudio del comportamiento de los precios de las acciones mediante gráficos del valor de los activos financieros cotizados. El inicio de este análisis se podría remontar al siglo XVIII con el japonés Homma Munesiha, el cual desarrolló las velas japonesas. Sin embargo, los expertos acuerdan que no fue hasta finales del siglo XIX cuando realmente nació este análisis por parte de Charles Henry Dow, ya que fue quién creó el índice Dow Jones y elaboró la teoría de Dow que se desglosa en los siguientes aspectos:

1. **El precio lo descuenta todo.** Es el principio más importante del análisis técnico que establece que todo lo que afecte al precio se verá reflejado en él.
2. **Los mercados se mueven en tendencias.** La parte más esencial de la teoría ya que, una vez que se establezca una tendencia ya sea alcista, bajista o lateral, el inversor podrá operar en consecuencia.
3. **El comportamiento humano se repite.**

Si bien es cierto que existe conflicto entre los inversores sobre qué análisis es mejor, la verdad es que ninguno es excluyente al otro. Pese a que el análisis fundamental pueda tener un enfoque más a largo plazo ya que se obtienen resultados más significativos, no quita que no pueda usarse en el corto plazo y viceversa. Es más, si un inversor solo usara el análisis fundamental, no se daría cuenta de los movimientos iniciales que se dan en el mercado ni detectar el componente manipulativo del mercado por parte de los grandes inversores. A su vez, si un inversor solo usara el análisis técnico, no sería capaz de correlacionar eventos que afecten a los mercados con la variación de las cotizaciones.

Además, con el análisis fundamental el inversor obtiene la información necesaria sobre las distintas empresas a través de cálculos para saber si se ajustan a su plan de inversión. Mientras que, con el análisis técnico, el inversor obtiene la información sobre la situación del mercado a través de los distintos indicadores viendo en qué momento le resultaría mejor actuar sobre cualquier tipo de activo cotizado.

Ahora bien, el primer punto de la teoría de Dow (el precio lo descuenta todo) nos afirma que el precio le da toda la información necesaria al inversor, lo que daría pie a suponer que el mercado es eficiente. Sin embargo, ¿qué entendemos por mercado eficiente?



Atendiendo a la hipótesis planteada por el Premio Nobel de Economía Eugene Fama se entiende por mercado eficiente aquél en el que el precio de los activos que cotizan refleja toda la información que el inversor necesita sin ningún coste adicional.

En su libro *Efficient Markets Hypothesis*, Fama planteaba que casi todos los inversores tienden a ser racionales y, por tanto, a actuar de forma racional. Sin embargo, existen factores que son independientes de la racionalidad y los inversores irracionales harán que los precios se sobrevaloren o infravaloren. “Ante esta situación, los inversores racionales actuarán en consecuencia haciendo de arbitraje de tal forma que, si un activo está sobrevalorado venderán y si un activo está infravalorado, comprarán haciendo que el precio vuelva a su valor inicial” (Fama, 1970).

En adición, Harry Roberts (1967) establece tres niveles de eficiencia donde cada nivel reflejaba la clase información que era reflejada rápidamente en el precio (Aragonés y Mascareñas, 1994):

- **Eficiencia Débil.**

Cada título refleja totalmente la información contenida en la serie históricos de los precios (información pasada). Esto conlleva a que los inversores no pueden mediante el análisis técnico (basado en información pasada) superar las rentabilidades del mercado. Tampoco sirve estudiar el comportamiento de los títulos porque se entiende que el mercado ya ha sido capaz de explotar todas las señales y actuar en consecuencia. De esta forma, ningún inversor es capaz de conseguir un rendimiento mayor al mercado basándose en información histórica (en caso de conseguirlo sería por cuestiones del azar). Aún así, sí se podría dar un caso en el que el inversor gane al mercado y este sería si el inversor contara con información pública y privilegiada.

- **Eficiencia Semi-Fuerte.**

Los precios reflejan no sólo información pasada sino también información pública acerca de la propia empresa o de su entorno que afecte al título en particular (informes anuales, distribución de dividendos, presentación de balances, variación en el tipo de interés, etc.) De esta forma, el inversor que emplee el análisis fundamental para poder obtener unos mejores resultados que los del mercado, está perdiendo el tiempo puesto que el precio de los títulos ya refleja dicho valor teórico o intrínseco. La única manera en la que podría superar al mercado es mediante la información privilegiada.

- **Eficiencia Fuerte.**

Los precios de los títulos reflejan todo tipo de información, ya sea pasada, pública o privada. De esta forma, a no ser que sea por el componente del azar, ningún inversor sería capaz de batir al mercado. Se trata de una hipótesis extrema que es prácticamente imposible que se de en la realidad ya que implicaría que el mercado no es perfecto y originaría una quimera.

No obstante, es difícil pensar que el mercado es eficiente cuando existen inversores de renombre como Warren Buffet el cuál, ha conseguido batir al mercado de manera

consistente. Además, también existen efectos en el mercado como puede ser el “efecto de enero” según el cual, los precios de las acciones (sobretudo en PYMEs) tienden a subir más de lo normal durante principios de año.

Sin embargo, una vez ya definida la hipótesis del mercado, cabría preguntarse ¿cómo afecta la eficiencia del mercado a la hora de gestionar las carteras?. Los defensores de la hipótesis del mercado eficiente creen que superar al mercado resulta complicado por lo que intentarán replicarlo a largo plazo, surgiendo así la gestión pasiva. Mientras que, aquellos que crean que el mercado es ineficiente, piensan que pueden aprovecharse de las ineficiencias para así superarlo, dando pie a la gestión activa.

3. GESTIÓN ACTIVA

La gestión activa es una práctica cada vez menos extendida entre los inversores, que se basa en que la persona encargada de gestionar la cartera (ya sea el propio inversor o un gestor) utilice sus propios conocimientos o medios a su disposición para decidir en qué momento y activos invertir. De esta forma, el inversor aprovecha las oportunidades que se presentan debido a la ineficiencia del mercado.

Según esta perspectiva de gestión, la ponderación de las carteras es muy importante porque, dependiendo de la importancia que se le dé a cada sector, se obtendrá mayor o menor rentabilidad. Además, hay que tener en cuenta que esa rentabilidad no sólo ha de superar el mercado, sino que también debe luchar con las comisiones de gestión. Por lo tanto, la importancia que se le da a la habilidad del gestor es muy alta. Tal es así que se desarrolló un ratio para medir dicha habilidad y se denomina el alfa de Jensen.

“El alfa de Jensen (Alonso, 2003) Es una medida de evaluación en términos absolutos, que expresa la habilidad del gestor para obtener diferencias positivas o negativas respecto de la rentabilidad ajustada al riesgo sistemático de la cartera. Se calcula regresando los excesos de rendimiento sobre el tipo de interés sin riesgo del fondo de inversión respecto de los excesos de rendimiento sobre el tipo de interés sin riesgo de la cartera de mercado, esto es:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \varepsilon_p$$

donde,

R_p es el rendimiento de la cartera del fondo.

α_p es el alfa de Jensen.

R_f es la rentabilidad del activo financiero sin riesgo.

β_p es el coeficiente de volatilidad de la cartera.

R_m es el rendimiento de la cartera de mercado.

ε_p es el error aleatorio.”



Una vez calculado el alfa, si éste es menor a cero, la labor del gestor está lastrando la rentabilidad; si es igual a cero, la labor del gestor no está influyendo en la rentabilidad y, por tanto, si es mayor a cero, dicha labor está influyendo positivamente en la cartera. Además, para analizar el rendimiento – riesgo de una cartera, a parte del alfa de Jensen, se usan otros dos índices siendo estos el de Sharpe y el de Treynor.

El modelo de Sharpe, (Masacareñas, 2013) se utiliza como medida del comportamiento del precio medio de mercado de la unidad de riesgo total (σ_p), es decir;

$$S_p = \frac{\overline{R_p} - R_f}{\sigma_p}$$

donde,

$\overline{R_p}$ es la rentabilidad media la cartera.

R_f es la rentabilidad del activo financiero sin riesgo.

σ_p es la desviación típica de la cartera.

Si dicho índice resulta ser mayor a 1, la rentabilidad compensa adecuadamente al riesgo, si sale menor a 1 la rentabilidad no justificaría el riesgo y si, dicho ratio sale negativo, implicaría que la rentabilidad del activo sin riesgo es mayor que el de la cartera lo que haría una mala opción de inversión.

165

El modelo de Treynor (Masacareñas, 2013), es muy similar al de Sharpe con la diferencia de que, en vez de utilizar el riesgo total de la cartera, utiliza el riesgo sistemático a través del coeficiente beta:

$$T_p = \frac{\overline{R_p} - R_f}{\beta_p}$$

donde,

β_p es el coeficiente de volatilidad de la cartera conocido como “premio-volatilidad” debido a la prima que representa el mercado por cada unidad de volatilidad. De esta forma, cuanto mayor sea la ratio, más eficiente habrá sido la inversión en términos de rentabilidad – volatilidad.

Con todo esto (Zanón Pérez, 2019), las ventajas que aporta la gestión activa a los inversores son:

- **Análisis.** Dependiendo de cómo se mire podría suponer una desventaja, el análisis que realiza el inversor para tomar las decisiones se basa en su propio criterio.
- **Riesgo.** Al diversificar las carteras, el inversor tiene la capacidad de ajustarse a la situación del mercado, lo que permite reducir el riesgo de su cartera.
- **Rentabilidad.** Quizá la más evidente, y es que ofrece la opción de poder batir al mercado obteniendo un mayor rendimiento.

En cambio (Zanón Pérez, 2019), como inconvenientes de la gestión activa se encuentran:

- **Estilo de gestión.** Puede tomar decisiones erróneas debido al desconocimiento o al mal uso de un método de valoración.
- **Altas comisiones.** Debido a los costes que conlleva la gestión activa, puede darse la situación de que las comisiones sean tan altas que conviertan una rentabilidad positiva en negativa.
- **Momentum.** Debido a la complejidad de prever movimientos futuros del mercado, resulta difícil establecer los momentos de entrada y salida que debe hacer un inversor.

4. GESTIÓN PASIVA

Conocida también como indexada, la gestión pasiva se basa en copiar proporcionalmente la cartera de un índice para así poder obtener su misma rentabilidad. Este tipo de inversión ha ido aumentando su popularidad a nivel global en los últimos años debido a los rendimientos que se han ido obteniendo.

166

En este tipo de gestión es preferible usarla a largo plazo ya que, con el paso del tiempo es lógico pensar que aumente la sofisticación de la tecnología de tal forma que se agilice la información sobre los activos. Este proceso dará lugar a que los inversores/gestores identifiquen con mayor anticipación si un producto está sobrevalorado o infravalorado, lo que soporta la hipótesis de la eficiencia del mercado. (Gomendio de Elejabeitia, 2018) Por lo tanto (Zanón Pérez, 2019), las ventajas que radican en este sistema de gestión son los siguientes:

- **Comisiones.** Al replicarse un índice los gastos son menores. Esto es una ventaja determinante porque, al momento de liquidar, se puede obtener más fácil una rentabilidad positiva.
- **Claridad.** Al cumplir la hipótesis del mercado eficiente, sólo basta con analizar el precio del activo.
- **Diversificación.** Al replicar un índice se consigue un alto grado de diversificación debido a las propias características que tienen los índices.

Sin embargo (Zanón Pérez, 2019), los inconvenientes que genera el uso de este sistema son:

- **Limitación.** El inversor no es capaz de cambiar su ponderación al obtener un exceso de rentabilidad o ante distintas situaciones en las que se encuentre el mercado.
- **Contratación.** Debido a restricciones legales, los inversores europeos tienen un menor acceso a productos americanos (sobre todo ETFs) por lo tanto, tendrán que acudir a sustitutivos que quizá no se ajusten al perfil del inversor.



- **Riesgo.** Al replicar índices, es indudable que a mayor peso tenga un sector, mayor importancia tendrá en la cartera. Por lo tanto, dicha cartera será más sensible a dicho sector.

Como activos más representativos de la gestión pasiva se encuentran los ETFs (fondos de inversión que cotizan en bolsa) y los fondos indexados. Cabe destacar que, aunque parezcan similares ambos productos ya que buscan replicar un índice, existen diferencias entre ambos productos siendo la más clara la tributación.

En el caso de los ETFs tributan como si fueran acciones, por lo tanto, cada vez que se quiera hacer un traspaso de ETFs, primero se debe cerrar la posición haciendo que los inversores paguen impuestos. No obstante, los fondos indexados son considerados a efectos fiscales como los fondos de inversión haciendo que sea libre el traspaso entre fondos. Dicho esto, cabe preguntarse, ¿qué modelo de gestión es mejor? Pues, a través de una serie de publicaciones de distintos autores se va a proceder a exponer que ventajas o desventajas plantea el uso de la gestión pasiva.

5. POSTURAS EN CONTRA DE LA GESTIÓN PASIVA

167

Empezando por la gestión activa, un artículo en 2017 publicado por El Economista titulado “Artemis señala a los ETFs como el origen de un nuevo 'crash' de la bolsa”, se la preocupación de la gestora de fondos Artemis (gestora independiente británica que gestiona aproximadamente 25.000 millones de libras) respecto al crecimiento exponencial de los ETFs y su impacto potencial en la estabilidad de los mercados financieros globales.

Según de la Quintana, los ETFs han ido en una tendencia creciente como productos pasivos donde en 2015, recibieron más dinero que los fondos de inversión activos, con más de 571.000 millones de dólares frente a los 284.800 millones de dólares que lograron las gestoras tradicionales. Sin embargo, el cambio de mayor peso se daría en 2016, cuando las gestoras de fondos activos experimentaron pérdidas de hasta 92.250 millones de dólares, mientras que los ETFs registraron flujos netos de 625.000 millones de dólares. (De la Quintana, 2017).

Andrew Lipstein en su informe en la entrevista Harper's denominado “What Goes Up” donde describe la situación actual de la gestión pasiva. Según, Lipstein, los fondos BlackRock, Vanguard y State Street, conocidos como "The Big Three", gestionan actualmente el 80% aproximadamente de todo el dinero que es invertido en fondos indexados y controlan alrededor del 22% de las acciones de las empresas que conforman el índice S&P 500. Esta concentración ha llevado a que la inversión pasiva supere a la inversión activa en términos de activos gestionados. (Lipstein, 2024).

En el informe, se desarrolla las críticas de expertos como Michael Green (portfolio manager de Logica Capital Advisers, LLC), quien argumenta que los fondos indexados no son pasivos, sino que operan con una estrategia muy simple; compran cuando reciben efectivo y venden cuando se les solicita. Este sistema de actuación que a simple vista es muy mecánico, podría distorsionar la formación de precios en el mercado, ya que las acciones de mayor capitalización reciben más inversiones, independientemente de su valor intrínseco.

Además, Lipstein señala que la popularidad de la inversión pasiva podría aumentar la correlación entre las acciones, especialmente durante períodos de alta volatilidad. Esto conllevaría a que las acciones tienden a moverse en la misma dirección, lo que podría agravar las caídas del mercado en situaciones de pánico. En adición, la falta de elasticidad en el mercado, debido a la inactividad de los inversores pasivos, podría aumentar la volatilidad. Para ejemplificarlo, plantea un escenario en el que la inversión pasiva alcanza su máximo y comienza, por ejemplo, la saturación del mercado. Si los inversores comienzan a retirar más dinero del que ingresan, estos se encontrarían obligados a vender, lo que podría desencadenar una venta masiva y una crisis financiera. (Lipstein, 2024).

168

En este caso, más que un argumento a favor a de la gestión activa se trata más de una crítica a la gestión pasiva a través de un concepto. Y es que, la propiedad horizontal, tendencia horizontal de acciones o “horizontal shareholding” ha sido un concepto desarrollado por una gran variedad de autores que se tratan a continuación.

Empezado por Einer Elhauge (profesor de derecho especializado en el análisis económico en la universidad de Harvard) en su estudio “*How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - An Why Antitrust Law Can Fix it*”, desarrolla el concepto de propiedad horizontal de las acciones (horizontal shareholding) desde una perspectiva muy amplia y como puede afectar este al desarrollo de la economía.

Elhauge describe la propiedad horizontal como el proceso por el cuál diversos accionistas (ya sean individuales o instituciones financieras) poseen participaciones significativas en las mismas empresas dentro de un mismo sector. De esta forma, se puede reducir la competencia dentro de los mercados facilitando la creación de los monopolios. Esto justificaría, según el autor, la creación de leyes antimonopolio.

Si bien es cierto que en el estudio se señala la existencia de estudios previos que han demostrado que esta situación puede reducir la competencia en sectores como el aéreo y/o el bancario, lo que genera precios más altos para los consumidores y reduce la innovación. También se remarca la crítica a estos estudios y se pone en duda la efectividad de las leyes antimonopolio en dichos sectores. Elhauge aporta pruebas teóricas y



empíricas para demostrar los efectos negativos de la propiedad horizontal. Para ello, lo divide en los siguientes apartados:

- **Efectos en la toma de decisiones corporativas**

Se demuestra en el estudio que, matemáticamente, los altos cargos de las empresas con accionistas horizontales tienen incentivos para maximizar el valor de las inversiones en todas las empresas en las que sus accionistas invierten. Esto genera una reducción en la competencia. Sin embargo, incluso en el caso de que los accionistas individuales tuvieran participaciones minoritarias, su peso combinado podría influir en las decisiones estratégicas de las empresas.

- **Impacto en la compensación ejecutiva**

En relación con el punto anterior, recientes estudios demuestran que, en los sectores con gran cantidad de propiedad horizontal, las empresas crean sistemas de compensación para sus directivos. Como es lógico pensar, esto reduce la posibilidad de que se desarrolle una estrategia agresiva de competencia por parte de la empresa ya que los directivos no se verían tan afectados en caso de que la empresa no rindiera tal y como se esperaba. Esto provoca, por tanto, una reducción de la competencia en el sector y una estabilidad de los precios altos siendo esto último, características de un monopolio.

- **Relación con la brecha entre inversión y beneficios**

Entre los años 1999 y 2014 se ha producido un aumento considerable en la propiedad horizontal lo que, ha coincidido con una caída en la inversión empresarial junto con un crecimiento de las ganancias corporativas (tal y como se muestran en los gráficos 1, 2 y 3). A todo esto, hay que añadir el hecho de que, a mayor propiedad horizontal, las empresas destinan menos recursos a la innovación lo que genera otra vez, un estancamiento económico.

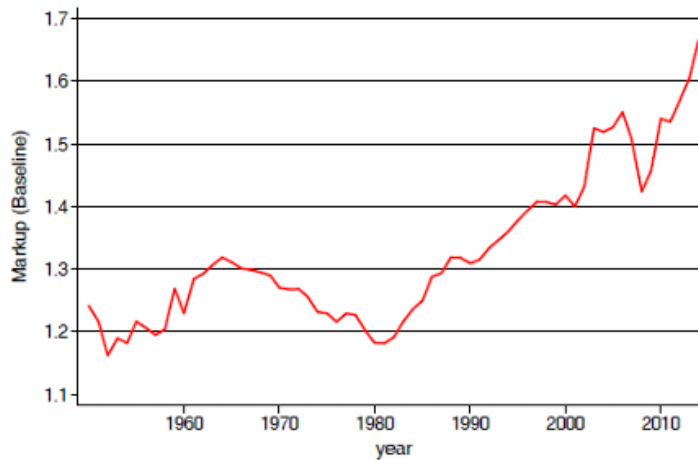
169

Gráfico 1: Peso de los beneficios del propietario empresarial en EE.UU, 1980-2017.



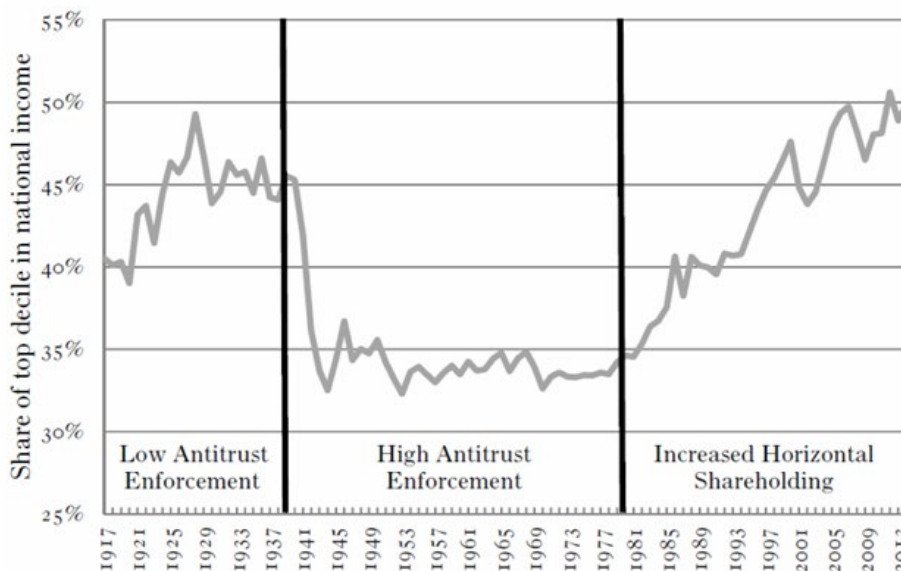
Fuente: Elhauger, 2018.

Gráfico 2: Márgenes medios de las empresas en EE.UU, 1950-2014.



Fuente: Elhauger, 2018.

Gráfico 3: Desigualdad de ingresos en EE.UU, 1917-2014.



Fuente: Elhauger, 2018.

No sólo con todo ello, Elhauger plantea una serie de propuestas legales para regular la propiedad horizontal ya que, aunque las leyes de antimonopolio son suficientes, no se aplican de manera efectiva. Estas propuestas son:

- **Aplicación de la Ley Clayton**

La Sección 7 de la Ley Clayton prohíbe la adquisición de acciones si esto reduce la competencia o crea monopolios. Se podría utilizar esta ley para impedir que los inversores institucionales acumulen grandes participaciones en múltiples competidores del mismo sector.

- **Aplicación de la Ley Sherman**

La Sección 1 de la Ley Sherman prohíbe los acuerdos que restrinjan la competencia. La historia del derecho antimonopolio en EE.UU. demuestra que los "trusts" históricos que se consideraban ilegales operaban de manera similar a la propiedad horizontal moderna.

- **Regulación en la Unión Europea**

El derecho de competencia de la UE también puede abordar este problema, particularmente mediante:

- El Reglamento de Fusiones, que impide concentraciones que reduzcan la competencia.
- El Artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la UE, que prohíbe acuerdos o prácticas colusorias.
- El Artículo 102, que aborda el abuso de posición dominante.

- **Implicaciones para la Regulación de Fusiones**

Elhauge argumenta que el análisis tradicional de fusiones necesita ajustarse para reflejar el impacto de la propiedad horizontal:

- Como ya se ha visto, la propiedad horizontal reduce el nivel de concentración lo que afecta al nivel de concentración que el mercado puede tolerar antes de aprobar una fusión.
- Lo que tradicionalmente se considera una fusión no horizontal (por ejemplo, entre empresas de sectores distintos) puede en realidad ser horizontal si aumenta el solapamiento en la propiedad accionarial.

171

Finalmente podemos concluir con que Elhauge aboga por un intervencionismo más severo para que no existan mayores problemas de propiedad horizontal y que esto mejore o por lo menos no empeore, la situación académica.

El artículo de CNBC "*Passive investing is 'worse than Marxism,' Bernstein strategist claims*", recoge la opinión de Inigo Fraser-Jenkins, estratega de la firma de inversión Bernstein, quien afirma que la inversión pasiva no solo tiene un impacto negativo en los mercados financieros, sino que, en algunos aspectos, es "peor que el marxismo" en términos de sus efectos económicos. Y es que, la inversión pasiva ha ganado una enorme popularidad en la actualidad y esto se debe a sus bajos costos y facilidad de acceso para los inversores minoristas. (Rosenberg, 2016).

Fraser-Jenkins argumenta que; "aunque el modelo tiene ventajas en términos de costos y simplicidad, también produce serios problemas estructurales en los mercados financieros y la economía en general". Las críticas que realiza son:

- **Reducción de la Eficiencia del Mercado**

Uno de los puntos a los que Fraser-Jenkins le da mayor importancia es que la inversión pasiva distorsiona los precios de los activos ya que, no se basa en una evaluación fundamental de las empresas. Y es que como se ha visto en la parte de la introducción en

un mercado eficiente, los precios de las acciones reflejan toda la información disponible. Sin embargo, si la totalidad o una gran parte del mercado (cómo es el caso actual) está dominada por inversores pasivos, las decisiones de compra-venta dependen del índice de referencia. Esto puede llevar a que los activos se encuentren sobrevalorados o infravalorados sin tener una base fundamental detrás de ellos.

- **Impacto en la Asignación de Capital**

Reforzando lo comentado anteriormente, la inversión activa, al seleccionar las empresas con mejores perspectivas, favorece la mejor asignación del capital en la economía. En cambio, la inversión pasiva simplemente distribuye el capital en función de la ponderación de las empresas que tienen en los índices. Esto genera que las grandes empresas se sigan percibiendo entre los inversores como rentables para invertir independientemente de su desempeño, mientras que las pequeñas empresas o emergentes pueden verse fuera de recibir capital aun pudiendo ser más atractivas.

- **Falta de Responsabilidad Corporativa**

Otra crítica que realiza Fraser-Jenkins es que “los inversores pasivos no ejercen presión sobre las empresas en las que invierten, lo que puede llevar a una peor gestión empresarial”. Esto se debe a que los inversores, al poseer participaciones en una gran cantidad de empresas, no tienen un incentivo para ver el desarrollo de cada una. Sin embargo, los inversores activos pueden llegar hasta a exigir cambios en la dirección si lo considerasen oportuno. La falta de supervisión, según Fraser-Jenkins, puede llegar a generar una gestión ineficiente o abusos de poder.

- **Riesgos Sistémicos y Volatilidad del Mercado**

Según Fraser-Jenkins (similar a lo argumentado anteriormente por Lipstein), el crecimiento exponencial de la inversión pasiva puede aumentar el riesgo de burbujas financieras. Esto se debe a que, si demasiados inversores invierten única y exclusivamente en las mismas empresas sin tener en cuenta la parte fundamental del mercado, podría generarse colapsos en los precios de los activos. En ese caso, se produciría una liquidación de los fondos ya que los inversores tendrían miedo de perder su dinero lo que arrastraría a empresas tanto “saludables” como “problemáticas”.

Ahora bien, la afirmación que plantea Fraser-Jenkins de que la inversión pasiva es peor que el marxismo dejando por un lado la exageración y provocación que genera para quizás, llamar la atención la basa en que; en un sistema comunista o marxista, el gobierno controla la asignación de recursos, lo que genera ineficiencias. Sin embargo, en la inversión pasiva, la inversión se asigna de forma automática y sin previo análisis, lo que en su opinión es aún más perjudicial. (Rosenberg, 2016).

A pesar de sus críticas, Fraser-Jenkins admite que la inversión pasiva no desaparecerá y que es necesario encontrar un equilibrio entre inversión activa y pasiva. Por lo tanto, prone una serie de soluciones:

- **Mayor participación de los inversores pasivos en la gobernanza corporativa** así, se ejercería mayor presión a las empresas.



- **Regulaciones para evitar excesos.**
- **Fomentar la coexistencia de inversión pasiva y activa**, a través de incentivos fiscales.

Siguiendo con esta línea de comparar la gestión pasiva con el marxismo, Sanford C. Bernstein, en *"The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse Than Marxism"*, recalca la idea comentada anteriormente con Fraser-Jenkins de que el marxismo asigna los recursos de forma ineficiente y de que cómo esto, conlleva a problemas en el mercado financiero. Esta situación la compara con la inversión pasiva ya que se produce también ese reparto ineficiente de recursos ya que se invierte en función de ponderaciones y no de fundamentos. (Kawa, 2016).

En definitiva, los críticos de la gestión pasiva, no dan argumentos de porque la gestión activa es mejor, sino que basan más sus argumentos en porqué, la gestión pasiva tiene efectos negativos. El primero de ellos y el más evidente, es el hecho de que la gestión pasiva no tiene un análisis fundamental que lo respalde, lo que puede generar la sobrevaloración o infravaloración de los activos. Además, creen que un uso mayoritario de este tipo de gestión podría generar una concentración masiva de capital en los ETFs, esto genera un agravamiento financiero en caso de crisis financiera debido a una escasa elasticidad procedente del mercado. A su vez, también exploran la propiedad horizontal como un problema derivado de su uso ya que fomenta la aparición de monopolios, el estancamiento de la competitividad y la innovación seguido del establecimiento de unos precios en alza. Finalmente, algunos quizá, en un intento de ser controvertidos, comparan la gestión pasiva con el comunismo ya que, ambos gestionan y reparten los recursos de forma ineficiente, lo que genera problemas de volatilidad del mercado.

173

Para poder solucionar dichos problemas, los autores promueven unas leyes antimonopolio más eficientes, la implicación de los fondos en la gestión corporativa para mejorar la competitividad y fomentar la utilización de la gestión activa con la pasiva.

6. POSTURAS EN CONTRA DE LA GESTIÓN ACTIVA

En 2014, Warren Buffet sorprendió en una entrevista (Blanco y García, 2019) en la que recomendaba a su mujer invertir toda su fortuna en un fondo indexado al S&P 500 en caso de que algo le ocurriese. Estas palabras, recorrieron todo el mundo y fueron vistas como una validación a la gestión pasiva. Los inversores tomaron nota y según Blanco y García “por primera vez en la historia ya hay más dinero en fondos indexados de bolsa estadounidense que en vehículos que invierten de forma activa, según publica *Bloomberg* citando cálculos preliminares de Morningstar. En concreto, y según sus cifras, ya habría 4,271 billones de dólares en fondos indexados y fondos cotizados

(ETF) sobre el mercado de valores estadounidense, por encima de los 4,246 billones que se estiman para los fondos activos”.

Tal ha sido la irrupción de la gestión pasiva que en el artículo titulado *"Research: The Hare and the Tortoise - Assessing Passive's Potential in Bonds"* se realiza un estudio de la estrategia pasiva en el mercado de bonos que, tradicionalmente había sido operado de manera activa. Esto se debía a que los mercados de bonos tienen menor liquidez y presentan mayor complejidad que los de renta variable. Sin embargo, debido a los avances tecnológicos, una mayor demanda y sobretodo, una mayor transparencia, ha propiciado el aumento de la gestión pasiva. (Edwards, 2024).

Sin embargo, se resalta los problemas de la gestión pasiva en los bonos, a saber (Edwards, 2024):

- **Liquidez**, como se ha comentado anteriormente, y en especial en el caso de los bonos corporativos, suelen tener una menor frecuencia de negociación por lo que, puede generar problemas de liquidez si se quiere replicar en un fondo pasivo.
- **Composición de los índices** y es que, al estar estos ponderados por capitalización en el mercado, se le otorga mayor peso a los emisores que poseen mayores niveles de deuda lo que podría exponer a los inversores a un mayor riesgo crediticio.

174

Ahora bien, ¿qué beneficios le aporta la gestión pasiva? Pues, como es de esperarse, le aporta una eficiencia ya que se minimizan los costes y una diversificación de cartera. Además, se destaca como a través de la metáfora de la liebre (la gestión activa) y la tortuga (la gestión pasiva) para hacer énfasis en como la gestión pasiva se está abriendo un hueco en el mercado de fondos y que seguirá aumento su importancia con el paso del tiempo. (Edwards, 2024).

Siguiendo en el mercado de bonos y en relación con lo anterior, Robin Wigglesworth realiza una ampliación de lo comentado anteriormente en *The Hare and the Tortoise - Assessing Passive's Potential in Bonds* y es que, en su artículo *"The passive attack on bond markets"* determina las razones por la que existió tanto escepticismo a la gestión pasiva.

Según Wigglesworth los problemas inherentes a la gestión pasiva son (Wigglesworth, 2024):

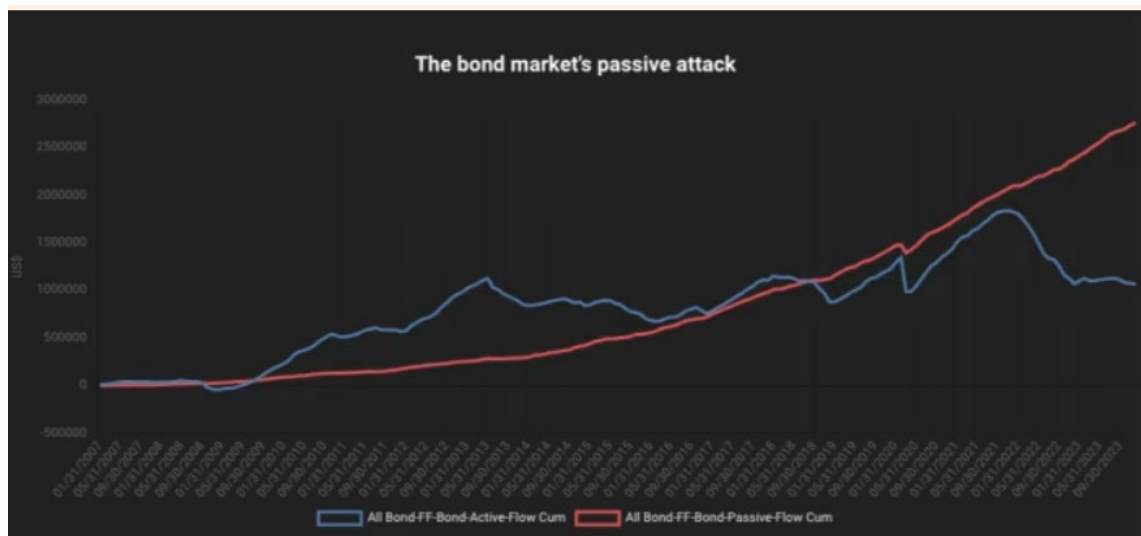
- **Eficiencia del mercado**: Al ser el mercado de bonos menos eficiente que el de acciones, lo que ofrece más oportunidades a los gestores activos para encontrar ineficiencias y generar rendimientos.
- **Comisiones más bajas en la gestión activa** ya que, los fondos de renta variable, suelen tener menores comisiones que los de renta fija.



- **Limitaciones en la compra de bonos nuevos.** Esto se debe a que los fondos pasivos no pueden comprar bonos perdiendo así la prima de emisión que suele beneficiar a los compradores iniciales.

Tal y como se ve en el Gráfico 4, a pesar de estos desafíos, la inversión pasiva en bonos ha crecido de manera exponencial en los últimos años, lo que ha llevado a muchos expertos a reconsiderar la opción.

Gráfico 4: Gestión activa vs pasiva en el mercado de bonos.



175

Fuente: Wigglesworth, 2024.

Además, Wigglesworth añade que de seguir la gestión pasiva ganando dinero, esto podría afectar al mercado de la siguiente manera (Wigglesworth, 2024):

- **Mayor eficiencia del mercado:** al facilitar la comparación de rendimientos.
- **Efectos de red** y es que, a mayor cantidad de inversores pasivos, mayor será la dificultad de los gestores pasivos para justificar sus comisiones.
- **Reducción del "alpha" disponible.** Se hace más difícil generar rendimientos superiores al mercado ya que los gestores activos poco experimentados dejan de ejercerlo al ver la facilidad que ofrece la gestión pasiva.

En el artículo *"The Active Management Delusion: Respect the Wisdom of the Crowd"* de Mark J. Higgins, publicado por el CFA Institute, señala la creencia que existe por parte de los inversores en la capacidad que tienen los gestores activos para superar al mercado pese a los múltiples estudios y análisis que muestran lo contrario.

A pesar de esto, muchos inversores y asesores financieros siguen buscando gestores activos esperando batir al mercado lo que conlleva, según Higgins, a consecuencias negativas. A saber (Higgins, 2023):

- **Carteras excesivamente diversificadas,** diluyendo la ventaja potencial.

- **Altos costes en comisiones.**
- **Inversiones en clases de activos alternativas** ya que, al diferenciarse, algunos gestores activos promueven clases de activos complejas y costosas que pueden no ofrecer una verdadera ventaja en términos de rendimiento ajustado al riesgo.

Además, el artículo introduce el concepto de la sabiduría de las multitudes, un concepto popularizado por Francis Galton en 1907. Galton observó que, en una feria agrícola, el promedio de las estimaciones independientes sobre el peso de un buey fue notablemente preciso y superó la mayoría de las estimaciones individuales. Higgins argumenta que este principio se aplica también a los mercados financieros. (Higgins, 2023).

Según Higgins, los mercados son una agregación de millones de decisiones de inversores individuales que operan con una gran cantidad de información. A través de este proceso que realizan los individuos, el mercado refleja de manera eficiente la información disponible, lo que hace que cualquier gestor activo encuentre más difícil vencer continuamente a la media del mercado. En otras palabras, la multitud de los integrantes del mercado sabe más que cualquier gestor activo. (Higgins, 2023).

176

Además, Higgins enfatiza el alto coste asociado a los esfuerzos por superar al mercado a través de la gestión activa. Las comisiones elevadas y la rotación más frecuente de activos afectan directamente los rendimientos que puede generar para los inversores. También señala que los periodos donde algunos gestores activos tienen alta rentabilidad tienden a ser aleatorios y poco sostenibles en el tiempo. Lo que implicaría que, un gestor que haya tenido éxito en el pasado no es garantía de que repetirá ese éxito en el futuro. (Higgins, 2023).

Higgins defiende un cambio en la mentalidad tanto de asesores financieros como de consultores. Esto pasaría por, en vez concentrarse en seleccionar gestores activos que pudieran superar al mercado, centrarse en los aspectos que realmente pueden generar valor. Dichos aspectos son (Higgins, 2023):

- **Claridad en los objetivos de inversión**, es decir, establecer metas claras y alcanzables.
- **Evaluación adecuada de la tolerancia al riesgo.** Asegurar que la cartera de inversiones esté alineada con la tolerancia del inversor a fluctuaciones en el mercado.
- **Optimización de la asignación de capital:** Distribuir el capital de forma que se maximice la rentabilidad para el riesgo tolerado.

En definitiva, se trataría de abandonar esa ilusión que te da la gestión activa de poder batir siempre al mercado y respetar la sabiduría de las multitudes del mercado ya que ofrece una mejor obtención de resultados a largo plazo.



Dentro de los defensores de la gestión pasiva existen algunos autores que pese a estar a favor de su uso, no niegan que quizá, la mejor opción sea una mezcla de la gestión pasiva y de la activa.

Empezando por el artículo *“Don’t Blame Indexing for Your Problems”* de Owen Lamont, argumenta que pesa a que la inversión pasiva ha crecido exponencialmente en los últimos años, ha generado críticas de algunos analistas y gestores activos, quienes argumentan que el auge de la inversión pasiva está distorsionando los mercados financieros. Lo que conllevaría como hemos visto a una reducción de la eficiencia. Según Lamont, se tratarían de errores tanto conceptuales como prácticos ya que la eficiencia del mercado depende de la existencia de suficientes inversores activos bien informados, más que de la proporción exacta de inversión pasiva en el sistema. (Lamont, 2024).

Además, Lamont usa en su artículo a los gestores pasivos como países en tiempos de guerra. Según él, los países neutrales como Suiza o Suecia no pueden ser responsables del resultado final de la guerra ya que, como es obvio, no participan. Al igual que los inversores pasivos no pueden (o no deberían) ser considerados culpables de los problemas del mercado ya que ellos no determinan los precios y tampoco se ven involucrados en la formación de los mismos. Lamont asegura que el papel de la inversión pasiva no es la de un distorsionador del mercado o creador de burbujas.

177

Una de las principales críticas a la gestión pasiva es que puede reducir la eficiencia del mercado, ya que los fondos pasivos simplemente compran y mantienen activos sin analizar su valor fundamental. Por lo que, si demasiados inversionistas adoptan estrategias pasivas, el mercado puede volverse menos eficiente y más propenso a las malas asignaciones de capital. Lamont argumenta que la eficiencia del mercado no se ve afectada por la inversión pasiva sino por quién decide volverse pasivo. Es decir (Lamont, 2024):

- Si los inversores con mayor cantidad de información, se vuelven pasivos, la eficiencia del mercado podría variar.
- Si los inversores con una menor cantidad de información se vuelven pasivos, el mercado podría volverse más eficiente, ya que los precios estarían determinados por una base más sólida de información relevante.

Otro argumento común es que los fondos indexados pueden inflar sin ningún tipo de criterio los precios de ciertas acciones o sectores, ya que asignan dinero de manera automática según la capitalización de mercado de las empresas en el índice. Sin embargo, Lamont contraargumenta, señalando que (Lamont, 2024):

- **La inversión activa aún predomina.** Aunque la inversión pasiva ha crecido, la mayoría de las decisiones de compra y venta aún las toman inversores activos.

- **Las burbujas han existido antes de la indexación.** El auge y caída de los mercados ha sido parte del sistema desde su creación, mucho antes de la invención de la gestión pasiva.
- **Los fondos pasivos no causan compras irreflexivas** y es que, los flujos de capital hacia fondos indexados aún dependen de decisiones individuales como la entrada o salida en un mercado en función de su rentabilidad y/o riesgo.

Otra preocupación es que el crecimiento de la inversión pasiva podría reducir la liquidez del mercado. Lamont responde a esta afirmación con que este miedo es exagerado y que la liquidez del mercado depende más de los grandes jugadores de gestión activa (como hedge funds, traders institucionales o creadores de mercado) que de la inversión pasiva. Además, los fondos pasivos pueden mejorar la estabilidad del mercado, al basar sus estrategias de “buy and hold” que reducen la volatilidad causada por decisiones emocionales o cortoplacistas. (Lamont, 2024).

178

En adición, Lamont menciona un efecto interesante y es que, como ya comentaba Wigglesworth, la inversión pasiva podría estar reduciendo la cantidad de oportunidades para los inversores activos de obtener rendimientos superiores al mercado (alpha). Según Lamont; A mayores gestores pasivos, la cantidad de inversores menos informados disminuye. Esto provoca que haya menos “dinero fácil” para los gestores activos ya que no pueden aprovechar las ineficiencias. Como resultado, generar rendimientos superiores se vuelve más difícil, lo que explicaría las dificultades de los gestores activos para superar los índices de referencia. Lo que indicaría que no es un efecto de la inversión pasiva sino, de la evolución de los mercados. (Lamont, 2024).

En definitiva, Lamont lo que quiere argumentar es que los problemas del mercado no derivan de la inversión pasiva (de ahí el título su artículo) ya que los mercados financieros han evolucionado desde la integración de la gestión pasiva y no hay evidencia de que la gestión pasiva cause ineficiencias significativas en la formación de precios o liquidez de mercado. Aunque no niega que la gestión pasiva ha reducido las oportunidades de los gestores activos, tampoco afirma que esto cause problemas en la estructura del mercado. Según Lamont la clave en la inversión es la mezcla tanto en gestión pasiva como en activa ya que, mientras haya la suficiente cantidad de inversores activos analizando la información el mercado seguirá funcionando de manera eficiente. (Lamont, 2024).

Analizando más en profundidad la disyuntiva entre gestión activa y pasiva, Kate Lander, en su artículo “Fondos de gestión activa vs. pasiva: el gran debate de la inversión”. Quiso realizar una comparación histórica entre ambas gestiones.

Históricamente, numerosos estudios han demostrado que la mayoría de los fondos de gestión activa no logran superar a los fondos de gestión pasiva a largo plazo. El análisis realizado por Standard & Poor’s concluyo que, al menos, un 85% de los fondos de gestión



activa en EE.UU no han superado índice S&P 500 en un período de 15 años. Además, en mercados emergentes, los gestores activos pueden llegar a tener más oportunidades, pero siguen sin poder (o con muchas dificultades) superar sus índices de referencia. El gran problema principal que remarca Lander sobre de la gestión activa es que, es difícil identificar de antemano quiénes lo lograrán de manera consistente. (Lander, 2015). Ahora bien, la elección entre una estrategia u otra depende de varios factores (Lander, 2015):

- **Horizonte temporal**

Esto se debe a que, para inversores con horizonte temporal de largo plazo, la gestión pasiva parece ser más eficiente debido a la acumulación de rendimientos y la reducción de costes. Sin embargo, para inversores con objetivos a corto plazo, la gestión activa puede ser más útil para aprovechar oportunidades específicas o reducir riesgos en mercados volátiles.

- **Conocimiento del mercado**

Si se trata de inversores sin experiencia o sin tener el tiempo suficiente para analizar el mercado pueden beneficiarse más de la gestión pasiva. Por lo tanto, aquellos con experiencia y capacidad de análisis pueden encontrar oportunidades en la gestión activa.

- **Tolerancia al riesgo**

Como es fácil de suponerse, la gestión pasiva sigue el mercado sin hacer ajustes, lo que significa que, si hay una caída generalizada, el inversor la sufrirá completamente. Por otra parte, la gestión activa permite tomar decisiones para reducir exposición a sectores en crisis, aunque no garantiza evitar pérdidas. Esto significa que, para perfiles más adversos al riesgo, la gestión pasiva puede suponer una mejor opción.

179

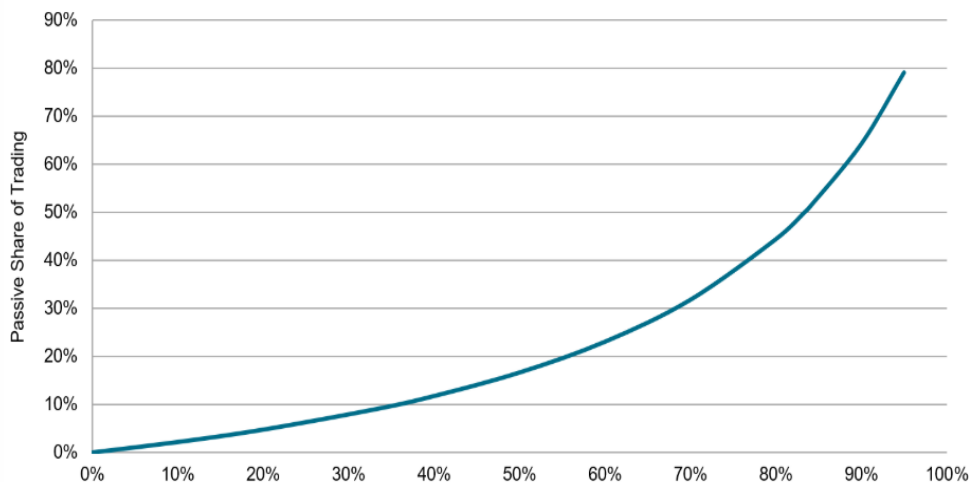
Por lo tanto, no existe una respuesta única sobre que opción es mejor. Si bien es cierto que, de forma general, la gestión pasiva ofrece unos mejores resultados en el largo plazo, la gestión activa ofrece grandes resultados en mercados menos eficientes, es decir, donde existe un mayor *alpha* para los inversores y en estrategias de inversión específicas como puede ser la inversión en empresas infravaloradas. En general, muchos inversores combinan ambas estrategias para equilibrar su rentabilidad, riesgo y coste. Una opción generalizada entre los inversores es utilizar gestión pasiva para la mayor parte del portafolio mientras se deja la activa para pequeñas acciones específicas. (Lander, 2015). Siguiendo con el artículo "*Peak Passive and Market Efficiency*" de Craig Lazzara compara la situación de 2023 con la burbuja tecnológica. Aunque remarca una diferencia; mientras que las anteriores fueron una consecuencia de las decisiones individuales de los inversores, el auge de la inversión pasiva se debe a que la mayoría de los gestores activos suelen tener un rendimiento inferior al del mercado.

Lazzara confiesa que puede llegar a resultar ambiguo el impacto de la inversión pasiva en la eficiencia del mercado. Si bien los fondos indexados actúan como "tomadores de precios" en lugar de contribuyentes a la formación de precios. Esto implica que la valoración de los componentes de un índice se basa en la actuación e investigación que realizan los inversores activos. Sin embargo, también recalca como la inversión pasiva

también contribuye a la eficiencia del mercado al retirar los activos de los gestores activos menos capaces, aumentando así la influencia de sus competidores más astutos. (Lazzara, 2023).

Además, diferencia entre la proporción de los activos que son gestionados pasivamente y el volumen de operaciones pasivas. Incluso si los fondos indexados poseen un tercio de los activos del mercado, los gestores activos todavía realizan el 91% de todas las operaciones tal y como se muestra en el siguiente gráfico (Lazzara, 2023).

Gráfico 5: Negociación de la gestión pasiva frente a su cuota de activos.



Fuente: Lazzara, 2023.

Siguiendo con esta suposición, Lazzara comenta que “la participación de los activos indexados debería de superar el 83% para que la cuota de operaciones de los gestores activos caiga por debajo del 50%. Lo que significaría que, incluso un aumento de la inversión pasiva, los gestores activos seguirían siendo importantes la formación de precios y la eficiencia del mercado”. En definitiva, “aunque se llegue a un pico de gestión pasiva, la vida del gestor activo no será más fácil y los beneficios de la indexación no disminuirán” (Lazzara, 2023).

En el artículo de Cullen Roche; “*Is Indexing Just Another Wall Street Fad?*” abre un debate sobre la eficacia de la indexación (siendo esta la inversión pasiva en fondos indexados) en comparación con la gestión activa.

Según Roche, el sesgo que proponen tanto Seth Klarman como Bill Ackman está claramente orientado a una crítica a lo indexado. Esto se debe a que ambos autores son inversores de la gestión activa de fondos, que típicamente cobra altas comisiones. En su crítica sostienen que la gestión pasiva hace que los mercados se vuelven ineficientes ya que hay una menor investigación y análisis fundamental, aunque, este argumento queda



inválido como ya hemos visto porque son los propios gestores activos los que hacen que varíe la eficiencia de los mercados. (Roche, 2016).

Otra crítica que realiza Klarman es que, como hemos visto, los fondos indexados no tienen incentivos extra para participar activamente en la gestión corporativa. Roche refuta este punto ya que, como los gestores activos han fracasado en este tipo de situaciones, sería una mejor alternativa que los inversores públicos se mantuviesen al margen de las decisiones corporativas. En definitiva, Roche cree que la gestión activa puede ser útil en ciertos escenarios, el auge de la gestión pasiva puede ocasionar una transformación del mercado, ofreciendo nuevas oportunidades incluso a los gestores activos. (Roche, 2016). Finalizando con el artículo denominado “La indexación se está cargando el mercado” que escribe Kike Vázquez, este menciona la “gran rotación” que ha habido hacia activos como seguros o bonos soberanos que son de carácter más defensivos y seguros que según Vázquez, esto se deba al auge de la gestión pasiva.

Ya entrando más en lo que le da título al artículo, Vázquez afirma que la gestión pasiva podría estar detrás de muchas de las distorsiones actuales. Esto se debe a que, pese a sus ventajas, menciona que la “pasividad” que se presenta en este tipo de gestión fomenta un “comportamiento de rebaño” ya que siguen lo que el índice de referencia les muestra. Además, esto lo demuestra a través de un ejemplo con ExxonMobil y es que, “a pesar de reducir sus ingresos un 46% en tres años, a pesar de reducir su beneficio por acción un 74%, a pesar de aumentar su deuda un 129%, ¡haya subido en bolsa un 4%! Según el autor porque, como es una acción muy líquida (algo muy deseable para un ETF) la catalogan en índices de dividendo, de calidad, de momentum, de value... de todo. Resultado: multitud de ‘compras automáticas’. Todo el mundo quiere a ExxonMobil, digan lo que digan los fundamentales” (Vázquez, 2016).

181

Otro punto negativo que señala que es comportamiento automático que tienen los fondos indexados hace que los inversores ignoren el análisis fundamental de las empresas. Por ejemplo, las empresas con altos nivel de ROE o baja deuda, suelen quedar fuera de los fondos indexados si se encuentran fuera del índice. Por lo tanto, concluye que, si se diera un cambio en los mercados, dominados por tipos de interés en caída, no puedan llegar a estar preparados. En definitiva, Vázquez es consciente de las ventajas que genera la gestión pasiva, sin embargo, admite que, sin un análisis fundamental, genera una insostenibilidad en el largo plazo.

En definitiva, los autores destacan la facilidad que propone la gestión pasiva y como han sido beneficiosas en los mercados (tal y como ha sido en el de los bonos) además de remarcar que la gestión activa no es viable en el largo plazo al no ser capaz de poder batir al mercado constantemente. No obstante, también recogen algunas limitaciones como puede ser la posible reducción de eficiencia del mercado generando distorsión en los precios o como, en el caso de mercados con menor liquidez, puede derivar en un riesgo crediticio. Es por ello que, pese a la rápida evolución que ha presentado la gestión pasiva,

no descartan como medida, la inclusión de ambos tipos de gestión para garantizar una mejor asignación de capitales.

7. CONCLUSIONES

El análisis comparativo que se ha realizado en este trabajo entre la gestión activa y pasiva en el ámbito de la inversión financiera ha podido examinar con exhaustividad lo fundamentos tanto teóricos como prácticos de ambas estrategias.

Desde una perspectiva más histórica, el enfoque tradicional utilizado por los inversores ha sido el de la gestión activa con la esperanza de superar al mercado con las ineficiencias que el mercado plantea y la utilización de una estrategia de compra y venta a través del análisis fundamental que reduce la posibilidad de invertir tanto en activos sobrevalorados como infravalorados. Sin embargo, diversos estudios demuestran que la mayoría de los gestores activos no consiguen superar al mercado lo que les hace inconsistentes en el largo plazo. Entre los motivos que pueden explicar dicho comportamiento, se encuentran; las altas comisiones, la dificultad para prever comportamientos del mercado y la complejidad de la asignación de activos. En cambio, si la gestión activa se encuentra en declive, la gestión pasiva ha sufrido un aumento de popularidad en las últimas décadas tal y como se puede ver en el mercado de los bonos que, siendo tradicionalmente gestionado por inversores pasivos, se ha demostrado como la gestión pasiva ha surgido como una opción más que viable.

La expansión de la gestión pasiva en la Unión Europea supone un reto de gran relevancia para la estabilidad y el funcionamiento de sus mercados financieros. Si bien aporta ventajas como menores costes y mayor accesibilidad una su gestión de forma excesiva puede reducir la eficiencia del mercado y aumentar la vulnerabilidad frente a episodios de volatilidad global. Asimismo, la creciente concentración de activos en manos de grandes gestoras internacionales como Vanguard, BlackRock o State Street plantea riesgos para la soberanía financiera de la UE, así como posibles efectos negativos sobre la competencia y la innovación en sectores estratégicos, a través del fenómeno de la propiedad horizontal. Este escenario obliga a las instituciones europeas a reforzar la política de competencia y la supervisión de los mercados, con el fin de evitar que la asignación de capitales se vea distorsionada y se concentre en exceso en determinadas empresas o sectores.

En definitiva, la discrepancia entre gestión activa y pasiva no parece tener un fin y es que, tal y como afirman algunos autores, la gestión pasiva posiblemente sea una consecuencia o derive, de la evolución natural del mercado. Paradójicamente, se podría afirmar que, si los inversores piensan que el mercado es eficiente, se decantarán por realizar la gestión pasiva lo que hará que, los gestores activos tengan más oportunidades de superar al



mercado (ya que el mercado en sí no es completamente eficiente, sólo es eficiente según la percepción del mercado). De la misma forma, si los inversores creen que el mercado no es eficiente y realizan la gestión activa, los gestores pasivos obtendrán mejores resultados ya que igualarán los rendimientos del mercado. Además, debido al contexto actual de los mercados financieros, en el que se ha producido un claro auge de la gestión pasiva en detrimento de la activa, se observa una reducción de la eficiencia del mercado. Esto se debe a que dicha eficiencia se logra, gracias al uso de la gestión pasiva por lo que, si la proporción de inversión pasiva sigue en aumento y la de activa en descenso, se corre el riesgo de que la eficiencia del mercado se vea reducida.

BIBLIOGRAFÍA

ALONSO, B.V. (2003). Importancia de la cartera de referencia en la evaluación de los fondos de inversión españoles a través del alfa de Jensen. *Cuadernos de gestión*, 3(1-2), pp.49-61.

ARAGONÉS, J.R. & MASCAREÑAS, J. (n.d.). La eficiencia y el equilibrio en el mercado de capitales. *Revista Análisis Financiero*, 3(64), pp.78-79. Instituto Español de Analistas Financieros.

183

DE LA QUINTANA, L. (2017, septiembre 28). Artemis señala a los ETFs como el origen de un nuevo «crash» de la bolsa. *elEconomista.es*, <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8637287/09/17/Artemis-senala-a-los-ETFs-como-el-origen-de-un-nuevo-crash-de-la-bolsa.html> [Consulta: 28-03-2025].

EDWARDS, T., GANTI, A. & MALINOWSKI, A. (2024, 6 febrero). The Hare and the Tortoise: Assessing Passive's Potential in Bonds. Standard & Poor's DJI. <https://www.spglobal.com/spdji/en/research/article/the-hare-and-the-tortoise-assessing-passive-s-potential-in-bonds/> [Consulta: 28-03-2025].

ELHAUGE, E.R. (2020). How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why Antitrust Law Can Fix It. *Harvard Business Law Review*. <https://ssrn.com/abstract=3293822> [Consulta: 28-03-2025].

FAMA, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp.383-417.

FRASER-JENKINS, I., GAIT, P., HARMSWORTH, A., DIVER, M. & MCCARTHY, S. (2016, agosto 24). Passive investing is 'worse than Marxism,' Bernstein strategist claims. CNBC, <https://www.cnbc.com/2016/08/24/passive-investing-is-worse-than-marxism-bernstein-strategist-claims.html> [Consulta: 29-03-2025].

- GOMENDIO DE ELEJABEITIA, P. (2018). *Gestión de carteras. Gestión activa vs. Gestión pasiva*. Universidad Pontificia de Comillas.
- GRAHAM, B., DODD, D.L.F., COTTLE, S. & TATHAM, C. (1962). *Security analysis: Principles and technique*, Vol.5. New York: McGraw-Hill.
- HIGGINS, M. (2023, marzo 31). The Active Management Delusion: Respect the Wisdom of the Crowd. CFA Institute Enterprising Investor, <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2023/03/31/the-active-management-delusion-respect-the-wisdom-of-the-crowd/> [Consulta: 29-03-2025].
- KAWA, L. (2016, agosto 23). Bernstein: Passive Investing Is Worse for Society Than Marxism. Bloomberg, <https://www.cnbc.com/2016/08/24/passive-investing-is-worse-than-marxism-bernstein-strategist-claims.html> [Consulta: 29-03-2025].
- KEOHANE, D. (2016, agosto 24). As an investment strategy grows more popular, the probability of a comparison involving Marxism apparently approaches. FT Alphaville, <https://www.ft.com/content/ea6731be-3d69-31bf-9f17-61269b228a81> [Consulta: 28-03-2025].
- LAMONT, O.A. (2024, febrero). Don't Blame Indexing for Your Problems. Acadian Asset Management. <https://www.acadian-asset.com/investment-insights/owenomics/dont-blame-indexing-for-your-problems> [Consulta: 29-03-2025].
- LANDER, K. (2015, mayo 3). Fondos de gestión activa vs. pasiva: el gran debate de la inversión. *elconfidencial.com*, https://blogs.elconfidencial.com/mercados/finanzas-para-no-iniciados/2015-05-03/fondos-de-gestion-activa-vs-pasiva-el-gran-debate-de-la-inversion_786467/ [Consulta: 29-03-2025].
- LAZZARA, C. (2023, febrero 16). Peak Passive and Market Efficiency. Indexologyblog, <https://www.indexologyblog.com/2023/02/16/peak-passive-and-market-efficiency/> [Consulta: 28-03-2025].
- LIPSTEIN, A. (2024, julio 11). What goes up. *Harper's Magazine*, <https://harpers.org/archive/2024/06/what-goes-up-andrew-lipstein-401k-doomsday-index-fund-catastrophe/> [Consulta: 29-03-2025].
- LÓPEZ, J.F. (2024a, noviembre 12). Análisis fundamental - Qué es, tipos y metodologías. Economipedia, <https://economipedia.com/definiciones/analisis-fundamental.html> [Consulta: 30-03-2025].



LÓPEZ, J.F. (2024b, noviembre 12). Análisis técnico - qué es y los mejores consejos para invertir. Economipedia, <https://economipedia.com/definiciones/analisis-tecnico.html> [Consulta: 30-03-2025].

MASCAREÑAS, J. 2013. *Gestión de Carteras II: Modelo de Valoración de Activos*. España: Universidad Complutense de Madrid.

ROCHE, C. (2016, febrero 26). Is indexing just another Wall Street fad?, Pragmatic Capitalism, <https://www.pragcap.com/is-indexing-just-another-wall-street-fad/> [Consulta: 28-03-2025].

STEIN, C. (2017, julio 6). Active vs. Passive Investing. Bloomberg,. <https://www.bloomberg.com/quicktake/active-vs-passive-investing> [Consulta: 30-03-2025].

TAYLOR, D., COLE, E. & FANG, E. (2024, enero 24). Passively Active: An Alternative to Cap-Weighted Passive Investing. Man Group. <https://www.man.com/es/insights/passively-active-alternative-to-cap-weighted> [Consulta: 30-03-2025].

185

VÁZQUEZ, K., (2016, octubre 18). La indexación se está cargando el mercado. *elconfidencial.com*, https://blogs.elconfidencial.com/mercados/perlas-de-kike/2016-10-18/la-indexacion-se-esta-cargando-el-mercado_1276237/ [Consulta: 30-03-2025].

WIGGLESWORTH, R., (2024, febrero 8). The passive attack on bond markets. *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/95f14c0a-ea56-41cf-93d4-da4c03f1a2a6> [Consulta: 30-03-2025].

ZANÓN PÉREZ, A., (2019). *¿Sigue teniendo sentido la Gestión activa con el auge de la Gestión pasiva de los últimos años?*. España: Universidad Comillas.

