

# Retorno en las inversiones en investigación

Las regulaciones de divulgación obligatoria de información pueden afectar negativamente la innovación de productos en la industria de los fondos mutuos.

Investigación de Mary Margaret Myers

La Securities and Exchange Commission (SEC) obliga a los administradores de fondos mutuos a divulgar las tenencias de activos de sus fondos por lo menos en forma semestral. Estas revelaciones dan a inversionistas y competidores acceso a información que de otra forma sería privada. Otros pueden aprender qué activos consideran atractivos los fondos y comprar esos mismos activos. Tal reporte obligatorio limita los beneficios que los administradores de fondos pueden cosechar de sus inversiones en investigación.

Hace ya varios años, el grupo Vanguard terminó su práctica de divulgar la cantidad de efectivo que entraba y salía de sus fondos, ya que terceros estaban utilizando la información en un intento de “copiar” a Vanguard. Conociendo las tenencias más grandes de Vanguard y que el fondo había experimentado una infusión de efectivo, el inversionista podía identificar los instrumentos financieros en demanda en el futuro cercano. Posteriormente, Fidelity Investments tomó una acción similar.

¿Cuánta ventaja competitiva sacrifican potencialmente en estas revelaciones de información los fondos mutuos manejados de forma activa? En una investigación reciente, Mary Margaret Myers, profesor asistente de contabilidad de la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, junto con los co-autores James Poterba del MIT, Douglas Shackelford de la Universidad de Carolina del Norte, y Juan Shoven de la Universidad de Stanford, abordan esa pregunta.

En su documento de investigación, "Fondos de imitación: La regulación al acceso a la información y los retornos a la administración activa en la industria de los fondos mutuos",<sup>1</sup> Myers demuestra que los fondos mutuos de imitación hipotéticos, fondos que compran los mismos activos que los fondos administrados de forma activa, ganan retornos estadísticamente equivalentes o más altos que los fondos que copian, cuando esos retornos son ajustados por costos.

Los fondos de imitación están en desventaja en relación a fondos manejados activamente, dado que los administradores de fondos de imitación pueden negociar en base a la nueva información solamente en la medida en que ésta es divulgada, tan infrecuentemente como dos veces por año en algunos casos. En otras palabras, pierden la oportunidad de invertir en los activos que los administradores favorecen entre las fechas de revelación. Por el contrario, los administradores de fondos administrados de forma activa pueden actuar inmediatamente sobre los resultados de sus investigaciones.

---

<sup>1</sup> "Copycat Funds: Information Disclosure Regulation and the Returns to Active Management in the Mutual Fund Industry"

Pero los fondos administrados en forma activa incurren en costos de investigación en la generación de esa información, mientras que los imitadores no tienen virtualmente ningún costo de investigación.

Según Myers, "si la investigación tiene valor, los fondos de imitación debieran ganar retornos menores que sus contrapartes administradas activamente".

Sin embargo, la pregunta crucial es cómo se comparan los retornos netos de costos de los fondos administrados en forma activa con los de los fondos de imitación. Myers investigó esta pregunta creando fondos hipotéticos de imitación y siguiendo sus retornos en relación a los fondos administrados de forma activa que ella copió entre 1992 y 1999.

### **Poniéndose al día**

La investigación de Myers comenzó con la presunción de que los fondos de imitación hipotéticos podrían seguir solamente las selecciones de activos de los fondos administrados de forma activa comparables o fondos "primitivos", dos veces al año, en las fechas de divulgación de información asignadas por mandato por mandato de la SEC: al final del año fiscal del fondo y 60 días después del final del ejercicio económico de su segundo trimestre fiscal. Esta presunción se considera conservadora. Revelaciones voluntarias de información más frecuentes pueden resultar en un seguimiento más cercano de los fondos.

Para proveer un ejemplo de esta presunción conservadora, un fondo con un año fiscal igual al año calendario tiene que reportar a finales de febrero y otra vez a finales de agosto. Los activos del fondo de imitación tendrían que ser comprados durante esas fechas y el desempeño del fondo de imitación tendría que ser comparado durante los siguientes seis meses con el desempeño del correspondiente fondo primitivo.

Asumiendo que la ventaja potencial de retorno neto de los fondos de imitación sería grande comparada con la de los fondos primitivos con alto nivel costos, Myers examinó una muestra de grandes fondos accionarios con altos costos, pero repitió el análisis con una mayor muestra de fondos.

La primera muestra de fondos de alto costo estuvo compuesta por 20 fondos accionarios cuyo gran tamaño y comisiones los hacía susceptibles de imitación. La segunda muestra consideró a los 100 fondos más grandes (por valor neto de activos) de un rango mayor de fondos accionarios.

### **Tomando una mirada más cercana**

Myers examinó la primera muestra y a sus imitadores hipotéticos, encontrando que el retorno promedio en los fondos primitivos de alto costo era mayor que el retorno promedio de los fondos de imitación. Pero la diferencia era significativa solamente en el sexto mes. No es sorprendente que la diferencia entre los retornos de los fondos primitivos y la de los fondos de imitación hipotéticos aumentara con el paso del tiempo, reflejando la menor habilidad de los imitadores de seguir a sus contrapartes.

Sin embargo, cuando los retornos de los fondos fueron ajustados por los costos mensuales estimados, los fondos de imitación superaron en cuatro de los seis meses a

los fondos primitivos que replicaban, con una diferencia insignificante con excepción de en el cuarto mes. El descubrimiento básico: los retornos de los fondos de imitación y de los primitivos no son estadísticamente distintos.

Además de los retornos mensuales, se examinó a fondos “compra y mantiene”, encontrándose bastante de lo mismo: las diferencias al final del sexto mes del periodo entre los retornos de los fondos primitivos y los de los fondos de imitación de tenencia no eran perceptiblemente diferentes en términos estadísticos.

La sugerencia de la muestra de los fondos con alto costo es que un fondo de imitación hipotético puede seguir a un fondo administrado activamente por hasta seis meses después de la revelación de información acerca de las carteras y tenencias. Aún más, las diferencias en los retornos son estadísticamente insignificantes sin importar si los gastos de los fondos administrados en forma activa son deducidos o no. Esto podría también sugerir que los fondos de imitación gozan de mayores retornos una vez que los costos de los fondos administrados en forma activa son considerados. Esos costos, tales como impuestos y costos de transacción, como , no fueron considerados en el análisis de Myers.

Al analizar la segunda y mayor muestra, Myers descubrió que el relajar las restricciones hacía poco en cambiar los descubrimientos. Al mirar los retornos mensuales, los fondos primitivos superaron a sus correspondientes imitadores en cuatro de los seis meses, pero no por márgenes significativos.

Sin embargo, cuando los gastos anuales fueron deducidos de los retornos o cuando la muestra fue restringida a las observaciones para las cuales la asignación de activos es medida de la forma más exacta posible, los imitadores hipotéticos superaron los fondos primitivos en cinco de los seis meses, pero la diferencia fue estadísticamente significativa solamente en uno de los seis meses.

Los resultados de “comprar y mantener” produjeron los mismos descubrimientos. Myers encontró que la diferencia entre los retornos antes de costos de los fondos “compra y mantiene” primitivos y los de los fondos de imitación “compra y mantiene” hacia el final del sexto mes del periodo de tenencia no era significativa. Sin embargo, luego de considerar los costos, los retornos de los fondos de imitación fueron significativamente mayores que los de los fondos primitivos durante el periodo de seis meses.

En ambas muestras, las diferencias en los retornos antes de gastos entre los fondos administrados de forma activa y los de imitación, declinaban con el porcentaje de los activos de los fondos que pudieron ser identificados por el centro de estudios de precios de valores de la Universidad de Chicago (CRSP)<sup>2</sup>. En resumen, mientras más activos se conocen, menor es la habilidad de un administrador de obtener mayores retornos.

## El juego final

Usando un modelo diseñado para valorar los factores que determinan la precisión de un fondo de imitación hipotético en seguir a un fondo primitivo, Myers encontró, como era

---

<sup>2</sup> University of Chicago's Center for Research in Security Prices (CRSP)

esperado, que la diferencia absoluta en retornos disminuía con el porcentaje de tenencias conocidas, y aumentaba con el nivel de rotación en ambas muestras.

Sus resultados apoyan la idea de que los fondos con más activos invertidos en instrumentos identificables son más fáciles de seguir, y los fondos que rotan sus carteras son más difíciles de imitar.

Según Myers, "tiene sentido el que los imitadores pueden replicar mejor el desempeño de los fondos que transan en forma infrecuente, dado que un imitador podría replicar exactamente el desempeño de un fondo que no transa nunca".

Los resultados de la muestra más amplia también indicaron que mayores costos y una permanencia mayor de los administradores hacen más difícil el seguir a un fondo mutuo, mientras que la capitalización de mercado de las tenencias de los fondos los hace más fáciles de seguir.

Myers concluye que los fondos administrados en forma activa superan a fondos de imitación cuando se examinan los retornos antes de costos. Pero los retornos después de costos (los retornos disponibles para los inversionistas en los fondos mutuos), favorecen a los fondos de imitación hipotéticos. La diferencia en los retornos favorece a los imitadores en mayor manera en la muestra extendida que en la muestra de alto costo.

Myers sugiere que investigaciones posteriores pueden examinar el grado en el cual los administradores de fondos administrados de forma activa pueden obstaculizar a los fondos de imitación mediante el uso de "preparación de vidriera".

La preparación de vidriera es una estrategia en la cual los administradores venden títulos particularmente atractivos justo antes de revelar información, solamente para comprarlos nuevamente inmediatamente después de la revelación. Myers nota que la preparación de vidriera tiene mayor sentido si los títulos en cuestión corresponden a grandes compañías cuyas acciones son transadas en forma activa en mercados líquidos, y menos sentido en el caso de títulos menores y menos líquidos, cuyos costos de transacción podrían superar a los beneficios de la preparación de vidriera.

Los resultados de Myers también plantean preguntas acerca del diseño de la política de regulación. Entre ellas esta la cuestión de si la revelación obligatoria es adecuada, y en caso de que lo sea, cuán frecuente debería ser.

Si los inversionistas están preocupados de que un administrador de fondos va a invertir los activos de forma irresponsable, es probable que le exijan que revele información. Pero si ellos creen que los beneficios de no revelar información exceden los riesgos de un acto delictivo por parte del administrador, ellos van a preferir a un fondo que no revele información.

Dada la complejidad potencial de las regulaciones acerca del acceso a la información, Myers concluye que las decisiones futuras acerca de la política de regulación tendrán que considerar no solamente el potencial de ganancias para los inversores por las revelaciones, sino también los costos potenciales de las firmas asociadas con tales revelaciones.

*Mary Margaret Myers es profesor asistente de contabilidad en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago.*