

## Hablemos de comisiones (II)

Según el Premio Nobel de Economía William Sharpe, un inversor que a lo largo de los años ajustara adecuadamente los costes de sus fondos de inversión, incrementaría en un 30% el valor de su patrimonio final

Julio 2016

Según Financial Times, existe un creciente apetito en EE.UU. por los servicios que prestan los RIAs (Registered Investment Advisors) que cobran sólo del cliente, en un esquema de honorarios fijos (flat fees) por la prestación de dicho asesoramiento. Ello, según el diario económico, ha permitido que los asesores independientes (aquellos que su única fuente de remuneración son los honorarios que satisfacen los inversores a los que asesoran) hayan arañado cuota de mercado a los tradicionales brokers de Wall Street que cobran en un esquema de costes por cada transacción (brokerage fees) o retrocesiones (rebates) de los fondos de inversión que colocan.



Juan Jesús Gómez Cubillo  
Socio / Managing Partner

Esta tendencia se refleja en el tercer ranking anual elaborado por Financial Times denominado Financial Times 300 Top Registered Investment Advisors, que se construye a partir de los datos facilitados por los propios RIAs –asesores financieros registrados en EE.UU.- a finales de cada año. De media, afirma el rotativo económico, las plantillas de los RIAs han crecido de 21 a 24 personas. El FT300 lo compone

una selecta lista de firmas: cuentan de media con 22 años de historia y gestionan 2.600 millones de dólares por firma. Además, tres de cada cinco firmas de esta selecta lista cuentan con más de 1.000 millones de dólares de activos bajo asesoramiento y tres cuartas partes ofrecen servicios de gestión integral del patrimonio, más allá del puro tradicional

asesoramiento sobre carteras financieras. Un 42% de los clientes de estas firmas tienen activos de entre 1 y 10 millones de dólares, mientras que el 22% tienen activos de más de 10 millones de dólares.

Otra publicación especializada, la revista Barron's del grupo The Wall Street Journal, elabora también un ranking anual de asesores independientes en EE.UU. Sus conclusiones son parecidas a las de Financial Times, ya que de los 100 asesores financieros independientes top de 2015 el 91% asesoraban a inversores cuyo patrimonio medio era de al menos 2 millones de dólares, mientras que el 47% sitúan el patrimonio medio de sus inversores en al menos 10 millones de dólares. Un selecto grupo de asesores (concretamente el

«Los asesores financieros independientes son esenciales en el control de los costes»

11%) sitúan el patrimonio medio de sus inversores por encima de 50 millones de dólares.

En todos los anteriores casos el asesor independiente juega un papel crucial no sólo en la definición de la mejor estrategia de inversión y de la selección y recomendación de los activos más idóneos para cada inversor sino que es parte muy relevante de su trabajo, procurar que los costes de los diferentes productos sean ajustados y que no supongan un injusto drenaje para la rentabilidad de las carteras de sus clientes.

## LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Desde los años 70, los inversores institucionales han tendido a cambiar parte de sus inversiones hacia fondos índice, cuyo coste es sensiblemente inferior al de los fondos tradicionales en los que el gestor trata de batir a un índice, como explicábamos en esta misma columna el mes pasado. Uno de los motivos de este viraje es que, a juicio de los mayores y más sofisticados inversores, los gestores no se separaban demasiado de los índices, asumiendo menor riesgo gestor (menor tracking error, en la jerga) por lo que, cada vez, se justificaba menos pagar unas comisiones elevadas para carteras que no se diferenciaban esencialmente en su comportamiento a las carteras que puramente replican a un índice y cuyo coste es de sólo unos puntos básicos (puntos porcentuales).

Quizás el movimiento más importante que se ha dado en el anterior sentido haya sido el anuncio el pasado verano, por parte de Calpers (The California Public Employees' Retirement System) que es uno de los mayores inversores institucionales del mundo y que gestiona las pensiones de los empleados públicos de California de establecer un objetivo de rebajar las comisiones pagadas a gestores externos en un 50%. Para ello, estableció como objetivo reducir de 212 a 100 el número de gestores externos en los diferentes activos (private equity, real estate y otros). Calpers que gestiona más de 300.000 millo-

nes de dólares (un volumen que supone más del 25% del PIB de España) y que en el momento de tomar la decisión pagaba 1.600 millones de dólares al año en comisiones a gestores externos, pretendía con este movimiento un importante ahorro de costes durante los siguientes cinco años. Así, frente al 0,34% de coste anual sobre sus activos que Calpers pagaba en 2014 a gestores externos, su Director de Inversiones Wylie Tollette pretendía con esta iniciativa reducir dicho coste por debajo del 0,25% en 2020.

## «El pasado verano Calpers decidió reducir en un 50% la contratación de gestores externos para rebajar los costes»

### INVERSORES INDIVIDUALES CON TIPOS CERO

Sin embargo, la anterior tendencia no se ha trasladado igualmente a las cuentas de inversores individuales, particulares o retail que habitualmente pagan comisiones superiores al 1% en fondos que tienen una gestión "semipasiva" o "semi-indexada". Según Mark Harrison, director de publicaciones del CFA Institute estos excesivos costes pueden tener implicaciones muy relevantes para los inversores. Considerando -prosigue Harrison- que la prima de riesgo esperada (rentabilidad bruta de los activos de riesgo – rentabilidad de los bonos del tesoro a largo plazo) se sitúa actualmente entre el 3% y el 3,5% anual (de acuerdo con un análisis de la London Business School) y que los gestores de fondos retail más baratos cobran cerca de un 1% al año en comisiones de gestión, los gestores están arañando una cuota de rentabilidad absolutamente desproporcionada. En un artículo publicado por el premio nobel de economía William Sharpe en la prestigiosa revista Financial Analysts Journal, invertir en fondos

de inversión que teóricamente son de gestión activa y que cargan elevadas comisiones pueden recortar hasta en un tercio el patrimonio de un inversor que ha ahorrado para su jubilación a través de este instrumento. En su artículo, titulado The Arithmetic of Investment Expenses, Sharpe defiende la inversión en fondos de gestión pasiva, como una vía mucho más eficiente de crecimiento patrimonial que los fondos de gestión activa. En esencia, el Profesor Sharpe estima que los gestores activos no pueden globalmente generar alpha sobre los índices (exceso de retorno gracias a la actuación del gestor) porque de forma agregada, la rentabilidad que son capaces de ofrecer es el rendimiento del índice menos el coste de gestión que cargan. Esta asunción ya fue defendida por el premio nobel en 1991 en su artículo The Arithmetic of Active Management en que ofrecía evidencia empírica sobre tal afirmación.

Sirviéndose de datos de Morningstar (el proveedor de información estadística sobre fondos de inversión), Sharpe encontró que los fondos gestionados activamente en la bolsa americana tenían un TER (Total Expense Ratio o costes totales aplicados sobre el patrimonio del fondo) de 1,12% anual en 2012 frente al coste de sólo unos puntos porcentuales de los fondos de gestión pasiva. Sharpe propone una nueva medida de los efectos de las comisiones a lo largo del tiempo: el ratio de riqueza final (terminal wealth ratio). Según dicho ratio, una persona que hubiera elegido costes bajos frente a costes elevados se vería recompensado ampliamente por dicha elección. Las matemáticas interaccionan de este modo con las bajas rentabilidades nominales, las tasas de inflación estimadas y, finalmente, con el interés compuesto que perjudica notablemente y de forma exponencial a aquellos inversores cuyos costes de gestión sean más elevados. La conclusión de William Sharpe es que, después de 30 años invirtiendo, un inversor de fondos de bajo coste – fondos de gestión pasiva, obtendría un volumen patrimonial un tercio superior al de aquellos que hubieran invertido en fondos de gestión activa y con costes elevados.