

La estructura de comisiones: alineando los incentivos entre los GESTORES DE FONDOS Y LOS INVERSIONISTAS

CARLOS CANO*, VLADIMIR ESPINOZA**, GONZALO RAMÍREZ*** Y LEONIDAS ZAVALA****



* Supervisor líder, Departamento de Políticas de Inversión del BCRP
carlos.cano@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Políticas de Inversión del BCRP
vladimir.espinoza@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Políticas de Inversión del BCRP
gonzalo.ramirez@bcrp.gob.pe



**** Especialista, Departamento de Políticas de Inversión del BCRP
leonidas.zavala@bcrp.gob.pe

En la actualidad, la mayoría de las decisiones de inversión son delegadas a gestores de activos (agentes) cuyo carácter, motivación y comportamiento no son perfectamente observables por los inversores (principales). Los problemas de agencia han constituido durante mucho tiempo una preocupación en la delegación de gestión de carteras. Si bien las relaciones de agencia presentes en este tipo de actividad comparten muchas características con un modelo tradicional principal-agente, también presentan sus propios desafíos y, por lo tanto, sus propios mecanismos de mitigación. En el presente artículo, los autores exploran las principales estructuras de comisiones que existen y cómo éstas pueden ser empleadas por los inversores para alinear sus incentivos con los de los gestores de activos.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha evidenciado una creciente separación entre la propiedad y control del capital. La mayor eficiencia de los mercados tradicionales, la creciente sofisticación de los nuevos activos e instrumentos financieros y la importante cantidad de recursos requeridos para una eficiente gestión de las carteras —p. ej., capital humano especializado, sólida infraestructura operativa, acceso a diversas fuentes de información, etc.— ha incentivado a un importante número de inversores institucionales y minoristas a delegar la administración de sus portafolios a gestores de activos profesionales.

Cualquier negocio en el que un conjunto de individuos (agente) actúa en nombre de otros (principal) enfrenta posibles conflictos de interés, debido a la posible existencia de prioridades inherentemente contrapuestas, y la industria de gestión de activos no es una excepción. Por ejemplo, un fondo de pensiones (principal) busca invertir su capital para cumplir con sus pasivos a largo plazo, mientras que el gestor responsable de administrar la cartera (agente) recibe una remuneración en función del desempeño obtenido en el corto plazo. Asimismo, este problema puede agravarse ante la existencia de información asimétrica entre ambas partes. Por ejemplo, aunque el inversor (principal) controla la disponibilidad del capital, el gestor de activos (agente) controla el nivel de esfuerzo que dedican a la administración de la cartera, así como el riesgo que asumen en la gestión de esta. Esto implica que el agente posee información superior que dificulta (o hace costoso) que el principal monitoree eficientemente sus acciones y evalúe sus motivaciones.



Cualquier negocio en el que un conjunto de individuos (agente) actúa en nombre de otros (principal) **enfrenta posibles conflictos de interés, debido a la posible existencia de prioridades inherentemente contrapuestas, y la industria de gestión de activos no es una excepción.**



Otro aspecto por destacar es que la delegación de la gestión de activos puede implicar la superposición de diversas relaciones de agencia, las cuales van a depender de cómo han sido estructurados los vehículos de inversión. Por ejemplo, en un mandato delegado dedicado, podemos identificar dos relaciones de agencia principales: una interna, entre el administrador de portafolio responsable de la gestión del mandato y la compañía de gestión de activos, y una externa, entre el inversionista final (quien delega la administración de los fondos) y la compañía de gestión de activos. Naturalmente, a medida que aumenta el número de las relaciones de agencia y la complejidad de estas, aumentará la probabilidad de que surjan conflictos de intereses entre los inversores y sus respectivos agentes.

Los aspectos descritos sugieren la necesidad de implementar mecanismos de control e incentivos apropiados para garantizar buenos resultados para el inversor; sin embargo, algunas de las medidas más eficientes para reducir las asimetrías de información, como la estructuración de un área dedicada al monitoreo de los fondos delegados, es factible solo para cierto tipo de inversores que cuentan con los recursos adecuados para realizar dicha labor. Esto hace que el diseño de un contrato de incentivos óptimo, que permita alinear adecuadamente los intereses respectivos del principal y del agente, cobre una mayor relevancia.

En términos generales, podemos argumentar que los contratos de incentivos están constituidos por 4 componentes principales. De ellos, en este artículo nos enfocaremos en el último aspecto.

- Portafolio de referencia representativo del universo de inversión disponible que permita cuantificar el verdadero valor agregado del gestor de portafolio (i. e., el desempeño relativo).
- Máximo nivel de riesgo permitido, en términos absolutos (p. ej., VaR) o relativos (p. ej., error de réplica), definido en función de la tolerancia al riesgo del inversor.
- Lineamientos de inversión especificando los parámetros generales sobre los cuales se gestionará la cartera (p. ej., clases de activos permitidos, límites por calificativo de crédito, límites de concentración por emisor, etc.).
- Estructura de comisiones.

TIPOS DE COMISIONES

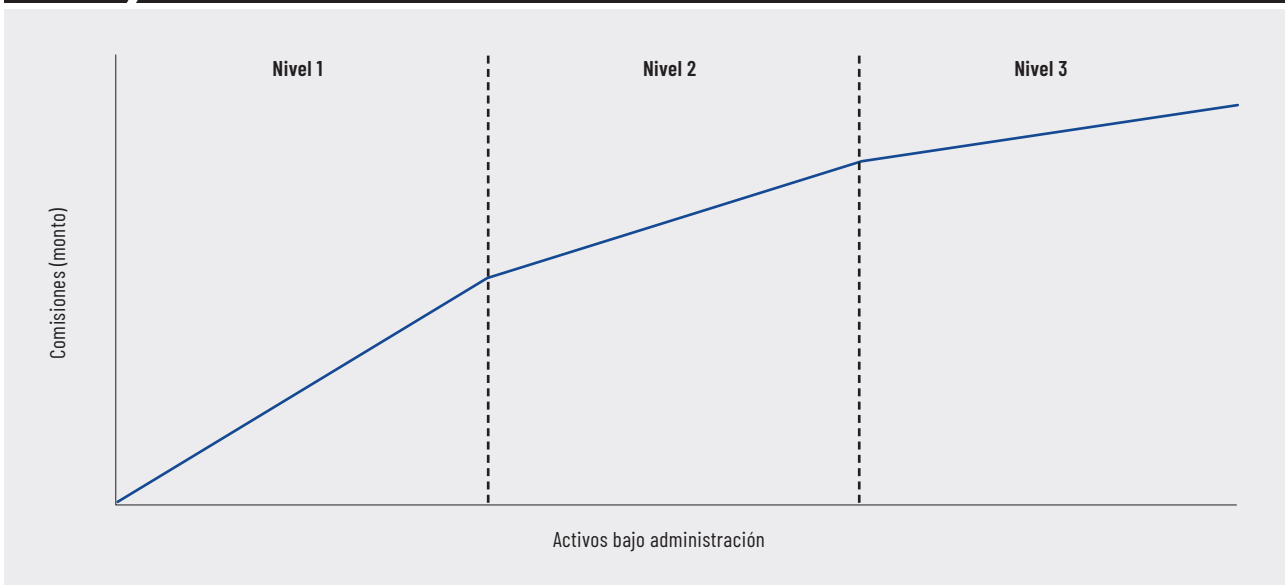
1. Comisión por activos bajo administración

También denominada comisión *ad valorem*, esta comisión resulta de aplicar una tasa porcentual fija a los activos bajo administración (Cuadro 1). Cabe resaltar que dicha tasa puede depender de la clase de activo y del tipo de estrategia (un manejo activo implicará comisiones más altas que un manejo pasivo, debido a los recursos que se requieren para su adecuada implementación). Asimismo, esta comisión puede estructurarse de manera escalonada, de manera que los inversores pueden beneficiarse de

CUADRO 1 ■ Estructura escalonada de comisión por activos bajo administración

Nivel	Activos bajo administración		Tasa de comisión
	Inicio de rango	Fin de rango	
Nivel 1	0,0	1 000 000,00	2,00%
Nivel 2	1 000 000,01	2 000 000,00	1,00%
Nivel 3	2 000 000,01	Sin límite	0,50%

GRÁFICO 1 ■ Estructura escalonada de comisión por activos bajo administración



las economías de escala alcanzadas por los gestores (un incremento en los activos bajo administración no implica necesariamente una mayor inversión de recursos para mantener una gestión eficiente) (Gráfico 1).

Si bien este tipo de comisiones recompensan a los gestores que atraen y retienen activos, y generan retornos absolutos positivos para sus clientes (ya que esto aumenta sus activos bajo administración y, por lo tanto, la base sobre la cual se aplica la comisión fija porcentual), existen otros aspectos relevantes que se deben tener en cuenta:

- El crecimiento o contracción de los activos bajo administración puede provenir del desempeño del mercado (beta) más que de la capacidad del administrador para generar un exceso de retorno ajustado al riesgo para sus clientes (alfa).
- El crecimiento de los activos en un fondo o vehículo de inversión beneficia al gestor de activos, pero puede perjudicar el desempeño que obtendrían los inversores actuales en el futuro si el tamaño de los activos bajo administración sobrepasa la capacidad de la estrategia (el aumento del tamaño del fondo fuerza al administrador a colocar el capital extra en

posiciones menos rentables, afectando el retorno total del portafolio).

- Sanchez y Oh (2021) sugieren que existe cierto nivel de rigidez en la asignación de capital por parte de los inversores. Esto implica que, una vez que los inversores asignan sus activos a un gestor en particular, este no necesita generar el mismo nivel de retornos para retener los fondos que para atraerlos (un desempeño superior genera un aumento de los activos bajo administración, pero no suelen haber importantes salidas de fondos en respuesta a un desempeño mediocre).

De lo expuesto, es posible argumentar que una estructura de comisiones que incorpora únicamente un componente fijo que depende de los activos bajo administración no logra alinear adecuadamente los incentivos entre los inversores y los gestores de activos y, por el contrario, puede crear potencialmente conflictos fiduciarios.

2. Comisión basada en el desempeño

Las comisiones basadas en el desempeño, adicionalmente al componente fijo que depende de los ac-

tivos bajo administración, incorporan un componente variable que depende de la rentabilidad de la cartera, el cual está diseñado para recompensar a los administradores con una parte del retorno por su habilidad para crear valor para el inversor. Por este motivo, se considera que este tipo de comisiones hacen un mejor trabajo alineando los intereses de los gestores (deseo de recolectar mayores ingresos por comisiones) y de los inversores (deseo de obtener una mayor rentabilidad sobre su capital).

En términos generales, las comisiones mixtas pueden estructurarse de 2 formas:

a) Estructura simétrica. En ella el gestor está expuesto tanto al desempeño negativo como al desempeño positivo del portafolio:

$$Comisión_s = f_s + p * (R_p - R_b)$$

Donde:

f_s = comisión fija de la estructura simétrica (porcentaje del total de activos bajo administración)

p = tasa de participación (porcentaje del exceso de retorno que se comparte con el gestor)

R_p = retorno del portafolio

R_b = retorno del portafolio de referencia o retorno mínimo objetivo

Cabe resaltar que los fondos que emplean este tipo de estructuras limitan el valor máximo negativo que puede alcanzar el componente variable (en un escenario de desempeño relativo negativo), asegurando una comisión total mínima positiva. Esto implica que, si bien la comisión variable es simétrica alrededor de la comisión fija base, la comisión total se encuentra acotada por la comisión mínima especificada:

$$Comisión_s^* = f_s + p * \max[R_p - R_b, R_m]$$

Donde:

R_m = máximo exceso de retorno negativo permitido por la estructura (es negativo)

b) Estructura asimétrica. En ella el gestor no está completamente expuesto al desempeño negativo, pero sí lo está al desempeño positivo del portafolio:

$$Comisión_a = f_a + p * \max[R_p - R_b, 0]$$

Donde:

f_a = comisión fija de la estructura asimétrica (% del total de activos bajo administración)

Este tipo de comisiones pueden incorporar un nivel mínimo de exceso de retorno a partir del cual recién se empieza a pagar el componente variable (piso). Esta característica permite que el inversor asegure que el exceso de retorno cubra primero la comi-

sión fija base antes de empezar a pagar una comisión variable.

$$Comisión_a = f_a + p * \max[R_p - R_b - H, 0]$$

Donde:

H = piso o exceso de retorno mínimo objetivo

De lo expuesto podemos destacar algunos aspectos importantes:

- La comisión fija de la estructura asimétrica f_a es inferior a la de la estructura simétrica f_s , por lo que al hacer una comparación entre ambas alternativas es necesaria una evaluación minuciosa por parte del inversor de las demás características incorporadas dentro de la estructura y su impacto sobre la comisión total en diversos escenarios.
- En ausencia de un nivel máximo (techo) sobre la comisión total pagada, la estructura simétrica actúa exactamente como la estructura asimétrica:

$$Comisión_s^* = f_s + p * \max[R_p - R_b, R_m] + p * R_m - p * R_m$$

$$Comisión_s^* = \underbrace{f_s + p * R_m}_{f_s^*} + p * \max\left[R_p - \underbrace{(R_b + R_m)}_{R_b^*}, 0\right]$$

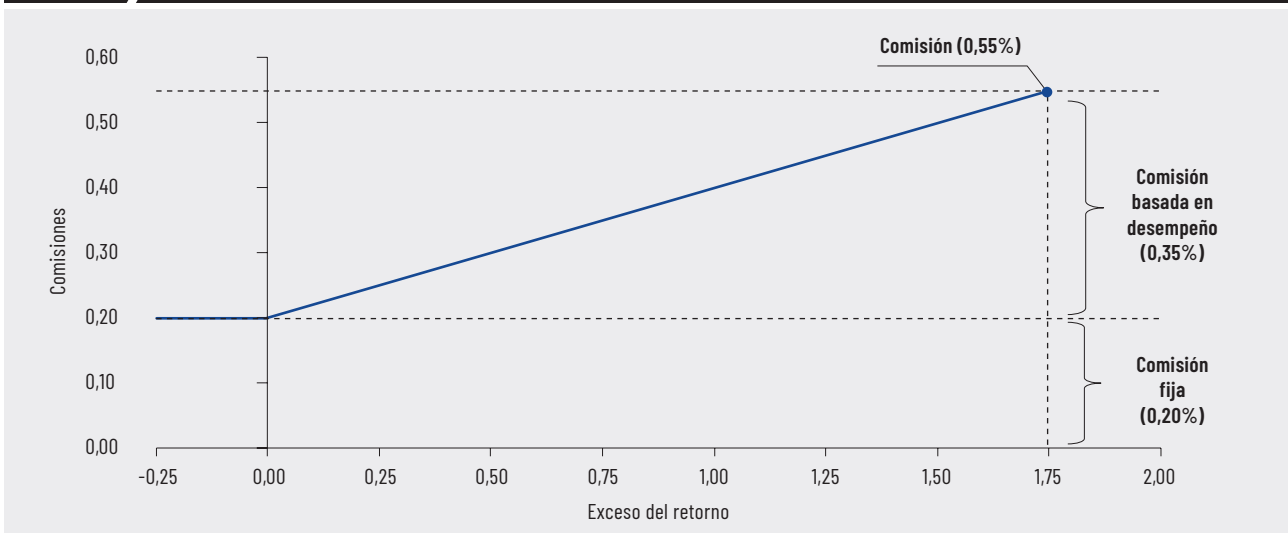
$$Comisión_s^* = f_s^* + p * \max[R_p - R_b^*, 0]$$

- Es de vital importancia que el portafolio de referencia esté adecuadamente especificado (debe proporcionar una amplia representación del segmento de mercado pertinente y debe reflejar adecuadamente la estrategia prevista). Si este no es el caso, el exceso de retorno generado por el gestor no solo respondería a su habilidad, sino que también reflejaría la ineficiencia del portafolio de referencia, lo que generaría que el inversor pague una comisión por esta discordancia.

PROBLEMAS CON LAS COMISIONES BASADAS EN DESEMPEÑO Y POSIBLES AJUSTES.

De acuerdo con lo descrito en la sección anterior, independientemente de la estructura elegida, las comisiones basadas en desempeño poseen un sesgo positivo (el gestor participa totalmente del desempeño positivo del portafolio, pero solo parcialmente del desempeño negativo). Esta configuración implica que la comisión basada en desempeño representa para el gestor una posición larga en una opción *call* donde el activo subyacente es el portafolio delegado. Como mencionan Grinblatt y Titman (1989), esto naturalmente genera incentivos adversos, ya que el administrador simultáneamente posee la opción y controla el activo subyacente, por lo que este puede verse tentado a asumir un mayor nivel de riesgo (entre mayor es la volatilidad, mayor es el valor de la opción).

GRÁFICO 2 ■ Comisiones basadas en desempeño (En porcentaje)



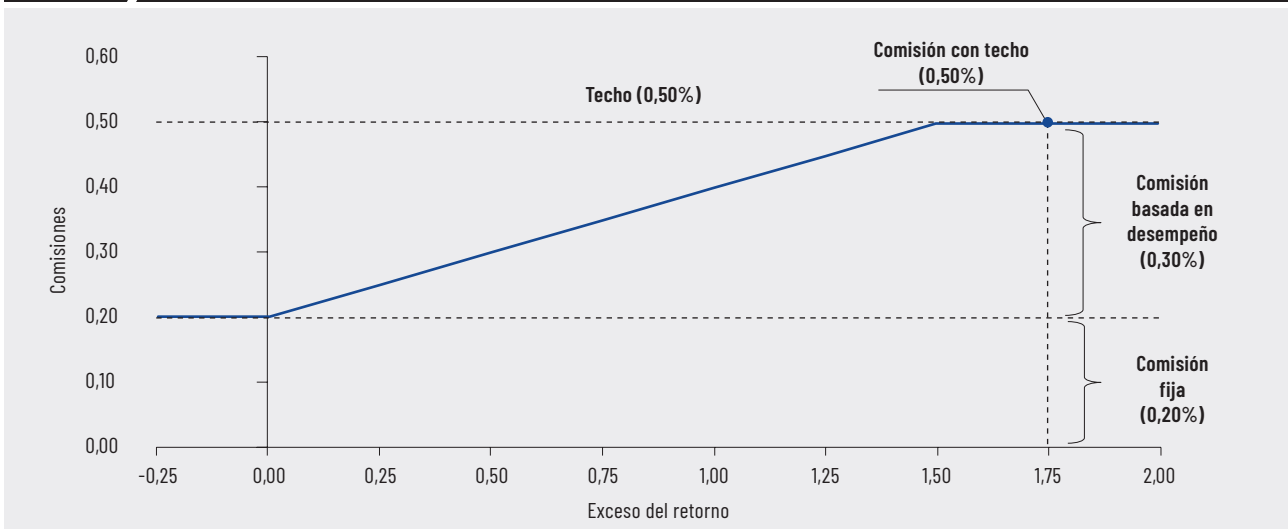
NOTA: CONSIDERA UNA ESTRUCTURA ASIMÉTRICA CON COMISIÓN FIJA DE 0.20%, TASA DE PARTICIPACIÓN DE 20% Y UN PISO IGUAL A LA COMISIÓN FIJA.
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

a) Incorporación de un techo sobre la comisión total a pagar

La imposición de un techo sobre la comisión total disuade a los gestores de asumir riesgos excesivos con el objetivo de incrementar la probabilidad de recibir mayores ingresos por comisiones, al limitar los potenciales beneficios que podrían obtener en caso de hacerlo. Este límite equivale a que el gestor tenga una posición corta en una opción *call* sobre el portafolio delegado con un precio de ejercicio en el nivel máximo de comisión, lo que efectivamente neutraliza el incentivo generado por la comisión variable por encima del límite fijado.

Otro aspecto importante para tener en cuenta es que, dentro del horizonte de inversión, el desempeño relativo del gestor (p. ej., respecto a un portafolio de referencia) no será necesariamente estable, es decir, periodos con exceso de retorno positivo pueden ser seguidos por periodos con exceso de retorno negativo, o viceversa. Esto implica que el inversor puede verse expuesto a potenciales situaciones desfavorables como, por ejemplo, pagar comisión variable por el desempeño relativo positivo luego de varios periodos de desempeño relativo negativo consecutivos, es decir, sin haber recibido un beneficio agregado de la gestión.

GRÁFICO 3 ■ Comisiones basadas en desempeño con techo (En porcentaje)



NOTA: CONSIDERA UNA ESTRUCTURA ASIMÉTRICA CON COMISIÓN FIJA DE 0.20%, TASA DE PARTICIPACIÓN DE 20%, UN PISO IGUAL A LA COMISIÓN FIJA Y TECHO DE 0.50%.
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

CUADRO 2 ■ **Funcionamiento de la cláusula high watermark**
(En US\$)

Año	Valor inicio de periodo		Valor fin de periodo		Exceso de retorno negativo acumulado	Exceso de retorno del periodo	Exceso de retorno-pago de comisión
	Portafolio	Benchmark	Portafolio	Benchmark			
1	1 000 000	1 000 000	1 060 000	1 020 000	-	40 000	40 000
2	1 060 000	1 060 000	1 070 000	1 110 000	-	(40 000)	-
3	1 070 000	1 070 000	1 100 000	1 090 000	(40 000)	10 000	-
4	1 100 000	1 100 000	1 170 000	1 120 000	(30 000)	50 000	20 000

b) Inclusión de cláusula high watermark

El propósito de esta cláusula es garantizar que cualquier exceso de retorno negativo generado (respecto al portafolio de referencia o tasa de retorno objetivo) sea compensado por el gestor, antes de pagar comisión variable por cualquier exceso de retorno positivo producido en periodos posteriores. Existen varias formas en las que dicha cláusula puede ser estructurada. En el Cuadro 2 se muestra un ejemplo particular con propósitos ilustrativos.

- **Año 1:** El portafolio tiene un valor inicial de US\$ 1 millón y el valor inicial del benchmark también se establece en US\$ 1 millón (al inicio de cada periodo de evaluación el valor del benchmark se iguala al valor del portafolio). Durante el periodo, el portafolio genera un exceso de retorno de US\$ 40,000 sobre el cual se paga una comisión variable (de acuerdo con la tasa de participación negociada) al no haber retornos negativos acumulados por ser el primer año del mandato.
- **Año 2:** El portafolio genera un exceso de retorno de -US\$ 40,000. Este exceso de retorno negativo se acumula y no se paga comisión variable en este periodo.
- **Año 3:** El portafolio genera un exceso de retorno de US\$ 10,000. Este exceso de retorno positivo primero se utiliza para amortizar los excesos de retorno negativo acumulados de los periodos anteriores (-US\$ 40,000), los cuales, luego de la amortización, ascienden a -US\$ 30,000. Por dicha razón, no se paga comisión variable en este periodo.
- **Año 4:** El portafolio genera un exceso de retorno de US\$ 50,000. Este exceso de retorno positivo primero se utiliza para amortizar los excesos de retorno negativo acumulados de los periodos anteriores (-US\$ 30,000). Luego de la amortización, queda un excedente positivo de US\$ 20,000 sobre el cual se paga una comisión variable (de acuerdo con la tasa de participación negociada).

CONCLUSIONES

Los inversores delegan la administración de su capital a gestores de fondo que tienen un deber fiduciario para con ellos; sin embargo, la naturaleza misma de la relación facilita el surgimiento de conflictos de agencia basados en desalineamiento de intereses y asimetrías de información entre las partes involucradas. Esta configuración hace que el diseño del contrato de incentivos óptimo, del cual la estructura de comisiones forma

parte integral, se vuelva una pieza fundamental para reducir estos conflictos.

Las comisiones basadas en desempeño, si se estructuran adecuadamente, pueden mejorar la alineación de incentivos entre el inversor y el gestor de fondos. Como hemos visto, diversas características como un techo sobre la comisión total pagada o una cláusula *high watermark* pueden adicionarse dentro de la estructura de comisiones con el objetivo de reducir la toma de riesgos innecesarios por parte del gestor y para proteger al inversor en situaciones adversas. Sin embargo, su incorporación puede agregar un mayor nivel de complejidad al proceso de negociación y puede implicar también un incremento —significativo, en algunos casos— en la comisión fija (sobre la base de la cotización para una estructura de comisiones por desempeño sin dichas cláusulas), razón por la cual se vuelve necesario hacer una minuciosa evaluación de cada una de las alternativas bajo diferentes escenarios de mercado.

Si bien una estructura de comisiones efectiva forma parte integral de un contrato de incentivos óptimo, el establecimiento de un presupuesto de riesgo (absoluto o relativo), lineamientos de inversión adecuadamente diseñados para limitar la exposición a riesgos específicos y un portafolio de referencia bien definido, aunados a un proceso de monitoreo y seguimiento eficiente de la cartera, son también aspectos trascendentales en la delegación de fondos.

BIBLIOGRAFÍA

- Elton, E., Gruber, M., & Blake, C. (2001). Incentive Fees and Mutual Funds. *EFA 2001 Barcelona Meetings*. <https://ssrn.com/abstract=275912>
- Kohlert, D., Oehler, A., & Wendt, S. (2009). The Agency Dilemma of Investment Fund Management. *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 283-292.
- Servaes, H., & Sigurdsson, K. (2018). *The Costs and Benefits of Performance Fees in Mutual Funds* (Finance Working Paper No. 588). European Corporate Governance Institute. <https://ssrn.com/abstract=3250315>
- Shah, S. (2014). *The Principal-Agent Problem in Finance*. CFA Institute Research Foundation.
- Sirri, E., & Tufano, P. (1998). Costly Search and Mutual Fund Flows. *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.

REFERENCIAS

- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Adverse risk incentives and the design of performance-based contracts. *Management Science*, 35(7), 807-822.
- Sanchez, E., & Oh, J. (2021). The unexpected and stickiness behavior of institutional investors in index funds. *Managerial Finance*, 47(1), 4-35.