

El valor de los gestores externos para los INVERSORES INSTITUCIONALES

CARLOS CANO*, EDUARDO CORDOVA** 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

eduardo.cordova@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Políticas de Inversión del BCRP

leonidas.zavala@bcrp.gob.pe

Los inversores institucionales frecuentemente exploran alternativas para maximizar el rendimiento de su cartera de inversiones dentro de su tolerancia al riesgo, y es en esta búsqueda que surge el debate sobre si es beneficioso complementar la gestión de inversiones interna con mandatos externos. En el presente artículo se analizarán los principales fundamentos que sustentan el uso de administradores externos, tanto desde un punto de vista organizacional como desde la teoría moderna de portafolios.

INTRODUCCIÓN

El actual contexto macroeconómico de bajas tasas de interés y altas volatilidades presenta un reto para los especialistas en inversiones, sean agentes privados, fondos familiares o inversionistas institucionales. En particular, para estos últimos se suma la necesidad de desarrollar capacidades sofisticadas que les permitan responder rápidamente a las oportunidades y amenazas en un entorno vertiginosamente cambiante, en muchos casos con recursos de inversión limitados, combinados con costos operativos crecientes.

State Street llevó a cabo un estudio en 2016, tomando como base entrevistas realizadas a representantes de 102 instituciones oficiales de todo el mundo¹, en el cual se identificó que aquellas instituciones que están respondiendo mejor a este contexto dinámico se caracterizan por presentar una mayor agilidad organizacional. De acuerdo a este estudio, esta cualidad deseable se puede reflejar en una serie de factores, de los cuales se pueden resaltar la capacidad de la institución para investigar y reaccionar rápidamente a las oportunidades de inversión, eficacia para establecer redes y equipos *ad-hoc* para flexibilizar el trabajo, y la habilidad para combinar eficientemente el talento externo e interno para satisfacer las necesidades del negocio.

Asimismo, se destaca que para alcanzar este mayor dinamismo organizacional se puede optar por: (i) el desarrollo interno de sistemas y capital humano y/o (ii) la tercerización de procesos a entidades con mayores recursos y experiencia. Es este último mecanismo el que parece haber impulsado en gran medida el incremento en los activos bajo administración, delegados a gestores externos por parte de inversionistas institucionales.

FUNDAMENTOS OPERATIVOS Y ORGANIZACIONALES

Los gestores externos de portafolios pueden poseer una serie de ventajas comparativas respecto a los inversores institucionales:

- Amplia capacidad de inversión. Una gestión exitosa de inversiones requiere procesos de inversión bien fundamentados y estructurados. Las empresas más importantes de gestión de activos cuentan con un amplio conocimiento, experiencia en diversos mercados financieros e instrumentos y una amplia red de contactos. Estos son factores clave para desarrollar un proceso de análisis y de toma de decisiones de inversión eficiente.
- Capital humano especializado. Mantener un equipo de inversión de primer nivel puede ser muy costoso. Esto es, en muchos casos, una gran limitación para ciertos inversores institucionales que mantienen presupuestos reducidos al ser entidades gubernamentales o porque están abiertas al escrutinio público. Los gestores externos, por su parte, pueden tener estructuras de compensación que les permite atraer y retener capital humano experimentado y altamente capacitado.
- Sólida infraestructura operativa. Una gestión adecuada de portafolios requiere de una inversión significativa en tecnología para gestionar la ejecución, análisis, registro y reporte de las operaciones. Debido a las sustanciales economías de escala que poseen, los gestores externos pueden realizar grandes inversiones para acceder y/o desarrollar sistemas y herramientas sofisticadas y especializadas para gestionar eficientemente cada aspecto del proceso de inversión.
- Poder de negociación. Esta ventaja reside en la capacidad de poder adquirir activos en bloque. Los gestores externos agrupan las órdenes de sus clientes para poder obtener mejores precios. Asimismo, debido a que están comprando y vendiendo grandes volúmenes de manera regular, pueden acceder a costos de transacción más bajos.

Es importante resaltar que algunos de los beneficios generados a partir de las ventajas comparativas nombradas anteriormente pueden ser transferibles. Esto ha ocasionado que los inversores institucionales cambien la naturaleza de su relación con los gestores externos, considerándolos no solamente como vehículos para invertir en nuevos mercados e instrumentos, sino también como fuentes de conocimiento a través de las cuales pueden obtener acceso a programas de capacitación personalizados, reportes de investigación desarrollados por equipos especializados, información sobre mejores prácticas en temas operativos y relacionados al proceso de inversión, y redes de contactos en diversos mercados financieros.

Naturalmente si analizamos los beneficios del proceso de tercerización, es necesario también estudiar los costos asociados, es decir, la comisión de administración. En el año 2019, Callan, una de las firmas consultoras especializadas en gestión de inversiones más grandes, realizó un estudio² que mostró que, si bien el nivel de las comisiones depende significativamente de la clase de activo, del tipo de gestión (activa o pasiva)³ y del tamaño del

¹ A nombre de State Street, Oxford Economics encuestó a representantes de 102 instituciones oficiales en setiembre y octubre de 2015. De estos, 52 fueron bancos centrales, 25 fueron fondos soberanos de riqueza y 25 fueron fondos de pensiones de gobierno.

² El estudio realizado por Callan detalla los niveles de comisiones y sus respectivas tendencias para múltiples clases de activos y tamaños de mandato, tanto para gestión activa como pasiva, empleando una base de datos con información de más de 350 firmas de inversión y más de 165 inversores institucionales.

³ A diferencia de los mandatos pasivos que tienen como objetivo replicar la evolución de un portafolio o índice de referencia, los mandatos activos priorizan como objetivo tomar desviaciones (en términos de clases de activos, instrumentos específicos o factores de riesgo) respecto a su *benchmark*, con el objetivo de generar exceso de retorno, pero dentro de un presupuesto de riesgo activo asignado, medido a través del error de réplica. En otras palabras, su objetivo es maximizar el alfa ajustado por unidad de error de réplica, denominado en la literatura financiera como ratio de información.

mandato, en los últimos 20 años ha habido una tendencia a la baja en la comisión ponderada promedio (como porcentaje del tamaño de los activos bajo administración)⁴.

Otro punto importante a destacar de este estudio es la diferencia que existe en términos de comisiones entre mandatos con gestión activa y pasiva. Por ejemplo, Callan determinó que la comisión promedio para mandatos activos de acciones de EE. UU. de alta capitalización y renta fija *core* es de 40 pbs y 18 pbs, respectivamente, muy por encima de sus contrapartes pasivas, con comisiones de 2 pbs y 3 pbs, respectivamente.

Esta comisión adicional que se paga por la gestión activa debe capitalizarse en un mayor beneficio para el inversor institucional. En este sentido, la selección de los gestores externos se vuelve un factor clave en el proceso de delegación. Del mismo modo, la definición de los lineamientos de inversión⁵, como mecanismo para controlar el riesgo del mandato sin mellar la capacidad de acción del gestor, y la estructura de comisiones, como instrumento para alinear los incentivos entre administrador y el inversor, se vuelven también aspectos de vital importancia.

FUNDAMENTOS BASADOS EN LA TEORÍA MODERNA DE PORTAFOLIOS

Como se mencionó anteriormente, los inversores institucionales pueden delegar parte de sus activos a administradores externos, con el objetivo de incursionar en nuevos mercados o en clases de activos que requieren una gestión más sofisticada (e.g. capital privado y fondos de cobertura) o en los cuales no puede invertirse eficientemente debido a limitaciones operativas internas. Esta decisión estratégica amplía el universo de inversión disponible, aprovechando el potencial beneficio de la diversificación.

De acuerdo con lo expuesto dentro del marco conceptual de la teoría moderna de portafolio, los inversores toman decisiones racionales, eligiendo carteras eficientes de activos que, para una determinada tasa de retorno, ofrezcan el menor riesgo y, para un cierto nivel de riesgo, ofrezcan la mayor tasa de retorno. Si graficamos este conjunto de portafolios óptimos en el espacio retorno-riesgo, obtenemos la frontera eficiente.

Las diversas clases de activos (e.g. renta fija, renta variable, *commodities*, bienes raíces, etc.) muestran perfiles riesgo-retorno diferentes y sus retornos pueden no estar perfectamente correlacionados. En este sentido, si adicionamos nuevas clases de activos a nuestro universo de inversión, es posible expandir nuestra frontera eficiente, creando oportunidades con mayor retorno esperado para un mismo nivel de riesgo.

Para mostrar el beneficio de la diversificación que deviene de ampliar el universo de inversión, se realizó el siguiente ejercicio. Inicialmente, se tomó como punto de partida un universo de inversión básico basado solo en acciones de Estados Unidos de capitalización alta (*large-cap*), bonos del Tesoro de Estados Unidos, bonos de agencias en USD y bonos de emisores supranacionales en USD. Posteriormente, se agregaron bonos corporativos con grado de inversión, instrumentos respaldados por hipotecas y bonos de gobierno sin exposición cambiaria (*hedged*). Finalmente, se incluyeron acciones de Estados Unidos de capitalización media (*mid-cap*) y renta variable global de países desarrollados sin exposición cambiaria (en moneda local⁶).

Como se puede observar en el Gráfico 1 la frontera eficiente se desplaza hacia arriba (mayor retorno para un determinado nivel de riesgo) y hacia la izquierda (menor riesgo para un determinado nivel de retorno), es decir, la ampliación del universo de inversión permite obtener portafolios óptimos con un mejor perfil de riesgo-retorno.

Por otro lado, los inversores institucionales pueden también delegar a administradores externos la gestión de portafolios con los mismos mandatos utilizados por sus equipos de administración interna. Esta decisión puede realizarse para cumplir con dos objetivos: utilizar los portafolios externos como un punto de referencia sobre la cual evaluar la gestión interna y diversificar las fuentes de exceso de retorno o alfa.

La ley fundamental de la gestión activa de portafolios fue propuesta por primera vez por Grinold (1989). En su forma más simple e intuitiva, esta ley resalta que el valor agregado de un gestor activo, medido por su ratio de información, es proporcional al coeficiente de información IC (correlación entre el retorno esperado y realizado) y la raíz cuadrada de la amplitud del mercado BR (número de apuestas independientes o factores asociados con su estrategia). En resumen, el valor agregado depende de la habilidad del gestor (medido por IC) y el número de veces que el gestor utiliza esa habilidad (medido por BR).

Posteriormente, Clarke, de Silva y Thorley (2002 y 2006) generalizaron la fórmula de Grinold introduciendo un coeficiente de transferencia TC, el cual representa la reducción en el valor de la inversión debido a restricciones en el proceso de construcción de portafolios. La forma completa de la ley fundamental del manejo activo se muestra en el Gráfico 2.

La descomposición del ratio de información ayuda a entender las potenciales fuentes de valor agregado al incluir mandatos externos de gestión

⁴ La comisión ponderada promedio en puntos básicos para mandatos iniciados en el periodo 1999-2008 fue de 46 pbs, mientras que para mandatos iniciados en el periodo 2009-2013 y 2014-2018 fue de 49 pbs y 35 pbs, respectivamente.

⁵ Los lineamientos de inversión son el conjunto de reglas que regulan la gestión del mandato e incluyen principalmente el presupuesto de riesgo, la composición del portafolio de referencia, el universo de inversión permisible, las contrapartes, emisores e instrumentos elegibles, y los límites de inversión.

⁶ Se utilizó el retorno del índice en moneda local como *proxy* del retorno sin exposición cambiaria, debido a la disponibilidad limitada de datos del índice *hedged* para el periodo de análisis.

activa. Por una parte, podemos argumentar que los gestores externos que cuenten con las ventajas comparativas que describimos en la primera parte del artículo (amplia capacidad de inversión, capital humano especializado, sólida infraestructura operativa y poder de negociación) podrían tener una mayor eficacia en sus decisiones de inversión (IC más alto) y deberían poder generar un mayor número de estrategias de inversión independientes (BR más alto), respecto a los mandatos administrados internamente.

Por otro lado, cabe la posibilidad de que los inversores institucionales estén sujetos a ciertas restricciones operativas, que limiten su capacidad de emplear ciertos activos, instrumentos y/o estrategias, ocasionando que la estructura de sus portafolios gestionados internamente se desvíe de la asignación óptima. En este sentido, podemos señalar que los administradores externos pueden no estar sujetos a dichas restricciones, lo que se reflejaría en un coeficiente de transferencia (TC) más alto.

Por último, es importante también resaltar que el principio de diversificación discutido previamente también puede aplicarse a las fuentes de generación de exceso de retorno. Una estructura de múltiples administradores externos con un mismo mandato implica ampliación y diversificación de fuentes de alfa.

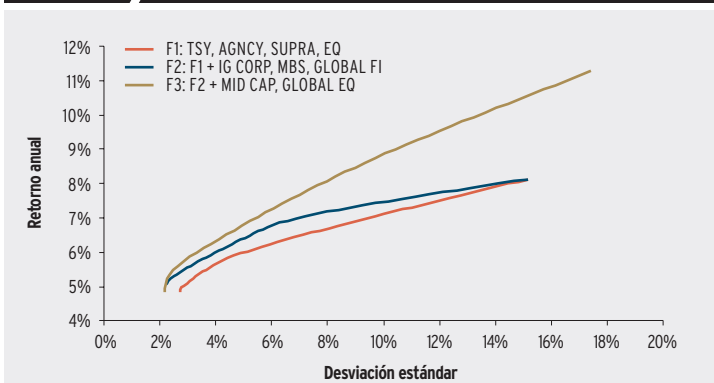
Bajo el marco de la ley fundamental de la gestión activa, a través de la diversificación de gestores, el número de decisiones de inversión independientes aumenta (se incrementa la amplitud de mercado BR) y, por su parte, la combinación de los coeficientes de información IC no correlacionados (debido a las diversas filosofías de inversión y a las diferentes expectativas sobre la evolución de los mercados financieros) debería aumentar el ratio de información global del conjunto de portafolios.

CONCLUSIONES

Para los inversores institucionales, el complementar la gestión interna de portafolios con la delegación de mandatos de inversión a administradores externos puede ser un mecanismo eficiente para mejorar el retorno ajustado por riesgo de sus activos bajo administración y una fuente importante de recursos y conocimientos para mejorar sus capacidades de gestión interna.

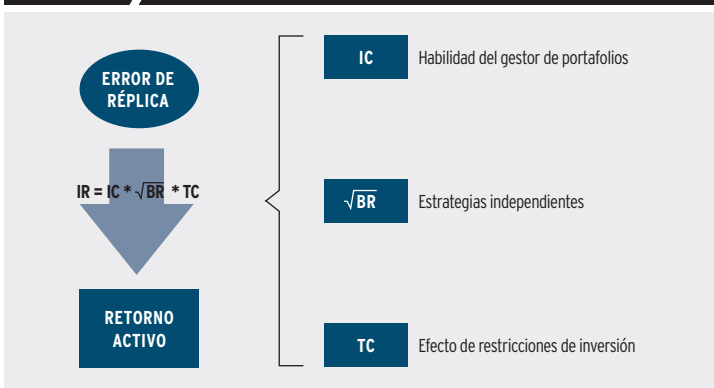
Es importante resaltar, sin embargo, que la tercerización de la gestión de las inversiones es un proceso complejo que requiere de una adecuada estructura operativa que permita ejecutar una selección óptima de los administradores (probablemente la decisión más importante en estructura de múltiples gestores) y un seguimiento adecuado del desempeño global de los mismos (e.g. medición del rendimiento y riesgo, eficacia de las estrategias de inversión ejecutadas, eficiencia del servicio al cliente, beneficios obtenidos de la transferencia de conocimientos, etc.).

GRÁFICO 1 Efecto de la ampliación del universo de inversión sobre la frontera eficiente



TSY: BLOOMBERG BARCLAYS US TREASURY TOTAL RETURN UNHEDGED USD. AGENCY: BLOOMBERG BARCLAYS US AGENCIES TOTAL RETURN UNHEDGED USD. SUPRA: BLOOMBERG BARCLAYS U.S. AGGREGATE SUPRANATIONAL TOTAL RETURN INDEX UNHEDGED. EQ: S&P 500 TOTAL RETURN. IG CORP: ICE BOFA US CORPORATE INDEX. MBS: BLOOMBERG BARCLAYS US MORTGAGE BACKED SECURITIES (MBS) INDEX. GLOBAL FI: ICE BOFAML GLOBAL GOVERNMENT EXCLUDING THE US INDEX (HEDGED). MID CAP: RUSSELL MIDCAP TOTAL RETURN USD. GLOBAL EQ: MSCI WORLD EX USA NET TOTAL RETURN LOCAL INDEX. DATOS: 2000 - 2020.

GRÁFICO 2 Ley fundamental del manejo activo



REFERENCIAS

- Asl, F. y Etula, e. (2012). Advancing Strategic Asset Allocation in a Multi-Factor World. *The Journal of Portfolio Management*, 39(1), pp. 59-66.
- Callan (2019). 2019 Investment Management Fee Study [Diapositiva de PowerPoint]. Callan Institute Research.
- Clarke, R., De Silva, H., y Thorley, S. (2002). Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 58(5), pp. 48-66.
- . (2006). The Fundamental Law of Active Portfolio Management. *Journal of Investment Management*, 4(3), pp. 54-72.
- Griswold, J. y Jarvis, W. (2013). Outsourced Investment Management: An Overview for Institutional Decision-Makers. Commonfund Institute.
- Grinold, R. (1989). The Fundamental Law of Active Management. *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), pp. 30-37.
- Grinold, R. y Kahn, R. (1999). Active Portfolio Management: A Quantitative Approach for Providing Superior Returns and Controlling Risk. McGraw-Hill Education. Segunda edición.
- State Street Corporation (2016). Official Institutions. Transforming to Meet the Needs of a New World.
- Statman, M. y Scheid, J. (2005). Global Diversification. *Journal of Investment Management*, 3(1), pp. 1-11.
- . (2008). Correlation, Return Gaps, and the Benefits of Diversification. *The Journal of Portfolio Management*, 34(3), pp. 132-139.