

FONDOS MUTUOS, INFORMACION ASIMETRICA Y REGULACION DE MERCADOS: UN ENFOQUE DE COSTOS DE TRANSACCION

Sergio Salinas Rivas*
Master en Derecho por la Universidad de Yale
Master en Economía por la Universidad del Pacífico
Profesor de Derecho Mercantil
Pontificia Universidad Católica del Perú

Los fondos mutuos son instituciones de reciente aparición en el Perú -pero muy difundidas en otros países- que pueden convertirse en una alternativa de financiamiento para numerosos sectores de la población al permitirles acceder a las ventajas de la inversión bursátil. Efectivamente, por medio de los fondos mutuos, pequeños inversionistas pueden intervenir en los mercados de capitales, a través de portafolios diversificados y bajo administración profesional, reduciendo los excesivos costos de transacción en los que cada uno de ellos incurriría si tuviera que hacerlo individualmente. Sin embargo, no todas son ventajas, la especial situación de la sociedad administradora de fondos mutuos le permite en ocasiones actuar en beneficio propio y en perjuicio de los inversionistas, aprovechando las ventajas que tiene en información y conocimiento del mercado. En tal sentido, el doctor Sergio Salinas analiza, valiéndose del análisis económico del Derecho, las características de los fondos mutuos, así como sus ventajas y desventajas, además de incidir en la necesidad de una adecuada regulación que evite irregularidades en el mercado de los fondos.

INTRODUCCION

El mercado de fondos mutuos está todavía en nacimiento en el Perú, pero puede tener un impacto sustancial en el proceso de consolidación del mercado de capitales. Los inversionistas institucionales permiten ampliar la base de inversionistas locales, reduciendo la volatilidad de la bolsa y, al mismo tiempo, posibilitan una mejor formación de los precios en el mercado financiero, en la medida que tienen equipos de analistas profesionales evaluando y procesando permanentemente información sobre el comportamiento de las empresas y sectores productivos.

Los fondos mutuos son organizaciones que, adecuadamente reguladas y supervisadas, pueden permitir el acceso a vastos sectores de la población a las ventajas de una inversión bursátil. Sin embargo, la regulación existente parece ser todavía inadecuada, a pesar de los innegables avances logrados hasta la fecha en este sentido. La función de supervisión de CONASEV es aun muy limitada, sobretodo considerando los problemas de información asimétrica presentes en este mercado.

El presente trabajo tiene dos objetivos: el primero, proponer una explicación de la aparición de este tipo de organizaciones colectivas y, segundo, plantear recomendaciones de política legal, a partir del entendimiento de las características particulares de la estructura transaccional implícita en un fondo

* John M. Olin Fellow del Center for Law, Economics and Public Policy de la Escuela de Leyes de la Universidad de Yale, durante el verano de 1995. El autor desea agradecer a dicha institución por el financiamiento otorgado para hacer posible la preparación de este artículo.

mutuo. El enfoque utilizado combina desarrollos recientes en la economía de los costos de transacción con una teoría agente-principal que entendemos provee un adecuado marco teórico para visualizar la naturaleza de las relaciones envueltas en una organización colectiva como un fondo mutuo. Estimamos que la data evaluada y el análisis de experiencias de otros países parecen confirmar esta hipótesis.

La sección 1 del trabajo presenta una teoría básica de costos de transacción a partir de la cual puede explicarse la aparición de estas organizaciones y los elementos centrales de su estructura transaccional. Esta tesis tiene alcance general y podría ser aplicada a otros mercados, probablemente con algunas puntualizaciones que recojan las particularidades de cada uno de ellos. En la sección 2 se desarrolla un análisis del esquema de remuneración de las sociedades administradoras, explicando su formulación como un compromiso creíble planteado a los inversionistas de realizar su mejor esfuerzo para maximizar el valor del fondo y, por lo tanto, para satisfacer los intereses de los inversionistas. La sección 3 detalla los costos de agencia que pueden presentarse en fondos mutuos, incluyendo un análisis comparativo de las experiencias ocurridas en otros mercados. La sección 4 discute las principales implicancias que este análisis supone para el diseño de políticas regulatorias específicas del mercado de fondos mutuos, especialmente en el caso de un país como el Perú, cuyas instituciones son todavía débiles y donde no existe un adecuado sistema de administración de justicia. Finalmente, en la sección 5 se presenta una reflexión final sobre los alcances del rol de la CONASEV para mejorar la calidad de la actual performance del mercado y permitir un mayor desarrollo de una institución que indudablemente ofrece grandes ventajas para el público ahorrista.

1. UNA TEORIA DE COSTOS DE TRANSACCION SOBRE FONDOS MUTUOS

La teoría de costos de transacción explica las organizaciones económicas como mecanismos diseñados por los individuos para economizar los costos asociados a la provisión de los bienes y servicios demandados por una sociedad¹. Bajo este enfoque, una estructura transaccional eficiente es aquella que permite a los individuos obtener los beneficios derivados de un intercambio voluntario en el mercado, al menor costo posible. El planteamiento desarrollado en este trabajo sugiere que la aparición del fondo mutuo es consistente con un enfoque de costos de transacción: puede entenderse como un vehículo para la consecución de los fines específicos que cada una de las partes persigue a través del intercambio voluntario de mercado², minimizando los costos de transacción involucrados en ello.

Un fondo mutuo es una organización económica de naturaleza colectiva, que envuelve un gran número de transacciones individuales de mercado entre dos partes, cada una con objetivos específicos a alcanzar a través de su relación contractual³: por un lado, el pequeño inversionista busca maximizar su riqueza, a través de la inversión bursátil, sujeto a su propio nivel de tolerancia al riesgo (diversificación); y, por otro, la sociedad administradora busca maximizar los beneficios derivados de la venta a terceros de su conocimiento profesional de los mercados de capitales⁴. Las ganancias de la transacción para las partes son también claros: los pequeños inversionistas pueden participar colectivamente en los mercados de capitales, a través de portafolios diversificados y bajo administración profesional, reduciendo los excesivos costos de transacción en los que cada uno de ellos incurriría si tuviera que hacerlo individualmente (que, finalmente, les impediría acceder a los

¹ Ver WILLIAMSON, Oliver. "The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting". The Free Press, 1985. Cap.1.

² El intercambio voluntario incrementa el bienestar social, al permitir reasignar los recursos a los agentes que más lo valoran dentro de la sociedad. Este es un concepto fundamental del análisis económico del derecho. Ver PEJOVICH, Svetozar. "Fundamentos de Economía: Un enfoque de Derechos de Propiedad"; COASE, Ronald. "El Problema del Costo Social"; COOTER, Robert y ULEN, Thomas. "Law and Economics" Ch.4.

³ Esta afirmación no es universal. En Estados Unidos, por ejemplo, los fondos mutuos son incorporados -esto es, se constituyen como sociedades anónimas y están regulados por la Ley de Compañías de Inversión de 1940-, siendo sus accionistas los inversionistas del fondo. La elección de una estructura organizativa determinada para desarrollar una actividad económica específica depende de una serie de factores, tales como características de la industria, tamaño de la firma, marco regulatorio, etc. Presumiblemente, el marco regulatorio que ofrece la legislación societaria americana es más propicia para reducir los costos de transacción asociados con una actividad como la de intermediación financiera, que su similar peruana (por ejemplo, los deberes de diligencia y lealtad, la posibilidad de demandar en nombre de la propia sociedad, etc.).

⁴ El activo principal que explotan los vendedores de este servicio es su capital humano. Presumiblemente, cada miembro del equipo de analistas de la sociedad administradora ha realizado una importante inversión en adquirir conocimientos especializados sobre el funcionamiento de los mercados financieros, sea a través de estudios universitarios o a través de su propia experiencia laboral ("job training").

beneficios del ahorro financiero), mientras que la sociedad administradora puede expandir el mercado para sus servicios, al permitir el acceso al mercado de capitales de individuos que de otra manera no podrían hacerlo.

1.1. Caracterización de las Partes

Para comprender la aparición, naturaleza y estructura de las diversas organizaciones económicas desarrolladas al interior de cualquier comunidad de individuos, es necesario analizar con detenimiento las razones y los intereses que, en última instancia, mueven a las personas a transar unas con otras en un determinado momento y bajo determinadas condiciones, más o menos complejas⁵. A continuación desarrollamos un análisis de los fines que persiguen cada una de las partes que participan en una relación típica de fondos mutuos.

a. El Análisis del Pequeño Inversorista

Un supuesto crucial de este análisis es que el inversionista típico de un fondo mutuo es un pequeño inversionista⁶, que aquí formalmente caracterizamos como un individuo que satisface 3 condiciones: 1) tiene una limitada cantidad de dinero disponible para invertir en activos riesgosos; 2) tiene poca o ninguna experiencia respecto de cómo operan los mercados de capitales; y, 3) no tiene tiempo suficiente para dedicarse directa y rentablemente al análisis y búsqueda de oportunidades de inversión bursátil⁷.

Estos supuestos son consistentes con las prácticas que se observan en el mercado: el rango del valor

nominal de una participación en un fondo mutuo en el Perú fluctúa entre US\$10 y US\$20, lo que sugiere que los inversionistas de fondos mutuos son pequeños, como se observa en el cuadro adjunto.

MONTOS MINIMOS DE INVERSION
(En Nuevos Soles)

	Valor de la Cuenta	Suscripción Mínima
INVERSIONES PERU	20	1,000
INTERFONDO	100	1,000
CREDIFONDO	1,000	1,000

Fuente: CONASEV
Elaboración: propia

Una cantidad mínima de inversión es usualmente requerida para entrar a un fondo mutuo, presumiblemente para facilitar la recuperación de los costos iniciales de constitución del fondo -asumidos íntegramente por la sociedad administradora-, pero en todo caso, esta suma tampoco es significativa. Los fondos mutuos Inversiones Perú y Wiese⁸, por ejemplo, exigen una inversión mínima de US\$1,000, siendo el valor nominal de cada participación de US\$10⁹. Por encima de la cantidad mínima, cualquier inversionista puede adquirir el número de participaciones que desee, hasta un tope máximo del 10% del valor neto del fondo¹⁰, según establecen los respectivos reglamentos internos¹¹.

Este pequeño inversionista típico de un fondo mutuo busca dos objetivos básicos a través de su incor-

⁵ Williamson formula un esquema de análisis contractual en el cual explica los diferentes patrones de organización económica -entendida como un mecanismo para economizar los costos de transacción asociados a la provisión de bienes y servicios- en función de las características de cada tipo de transacción a desarrollar. Ver WILLIAMSON, Oliver. "The Governance of Contractual Relations: A Transaction Cost Approach". *Journal of Law and Economics*, 1987.

⁶ Este concepto es similar a lo que algunos denominan "inversionistas no sofisticados", siguiendo la literatura norteamericana.

⁷ Esta caracterización parece consistente con los resultados de encuestas realizadas en los sectores B y C de la población de Lima, que sugiere que entre estos inversionistas, estos problemas son severos limitantes: la mayoría de ellos señala que para invertir en bolsa hay que tener conocimiento de ello, realizar un seguimiento permanente y que no tienen ni el tiempo ni el conocimiento necesario para ello. Ver sección 4.2 del presente artículo.

⁸ Este último todavía no en operaciones.

⁹ Artículos 8 y 10 de los Reglamentos Internos de los fondos mutuos Peruval y Wiese, respectivamente.

¹⁰ Artículos 30 y 12 de los Reglamentos Internos de los fondos mutuos Peruval y Wiese, respectivamente.

¹¹ Esta racionalidad puede también aplicarse a la organización de otros intermediarios bursátiles. Por ejemplo, este análisis sugiere que los usuarios típicos de una SAB son inversionistas de mayores ingresos, como inversionistas extranjeros, grandes o medianas empresas locales, o individuos y/o familias acomodadas. Una SAB puede diseñar un portafolio individual que encaja con las necesidades y preferencias específicas de sus clientes pero, típicamente, el precio cargado a ellos por el servicio que les brindan es no-trivial en estos casos y, por lo tanto, la cantidad invertida es usualmente sustancial -o, por lo menos, sustancialmente mayor que la participación típica de un fondo mutuo- para hacer rentable la inversión. Más aún, para la mayor parte de estos individuos no resulta rentable mantener

poración a un fondo mutuo: un portafolio de inversiones diversificado y un manejo profesional de sus fondos.

Diversificación:

Un pequeño inversionista coloca su dinero en los mercados financieros como una alternativa a los ahorros bancarios tradicionales. Están dispuestos a asumir un mayor nivel de riesgo a cambio de una expectativa de obtener mayores retornos¹² pero -particularmente considerando que, dado su bajo nivel de ingresos, son más bien aversos al riesgo¹³-, buscan una estrategia que les permita minimizar su exposición a las fluctuaciones propias del mercado financiero. Sin embargo, la construcción de un portafolio diversificado requiere conocimientos especializados e información oportuna y confiable para aprovechar buenas oportunidades de inversión y evitar incurrir en riesgos innecesarios, de los cuales estos inversionistas precisamente carecen¹⁴. Un fondo mutuo puede brindar el vehículo que requieren para invertir en bolsa: juntando su dinero en un único portafolio, un número de pequeños inversionistas puede alcanzar la diversificación deseada, que de otro modo sería imposible dados los altos costos de transacción que implicaría para ellos diversificar individualmente sus portafolios.

En efecto, el costo de diseñar un portafolio específico que un especialista (una SAB) le cobraría a cada inversionista individual es tan considerablemente alto relativo a la cantidad invertida -o incluso mayor- que típicamente no valdría la pena hacerlo, con lo cual la transacción no se efectuaría, como explica Coase¹⁵. El costo sería, simplemente, mayor a los beneficios que podrían obtener de la misma. La

limitada cantidad de dinero de la que disponen les impide participar individualmente en el mercado, aún contratando los servicios de un asesor especializado. Esta es, probablemente, una buena razón para explicar la participación más bien escasa del público en general en el mercado bursátil, y la actual tendencia al aumento de la participación de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y/o los fondos mutuos¹⁶.

Consideremos el siguiente ejemplo: supongamos que un potencial inversionista está evaluando cómo invertir en activos financieros mil dólares de ahorros que posee, minimizando, al mismo tiempo, el riesgo de perder su dinero. Recordemos que este pequeño inversionista no sabe cómo evaluar correctamente el riesgo y el retorno involucrados en cada activo, y menos aún la *performance* relativa de diferentes activos, por lo que necesita contratar los servicios de un especialista en administración de inversiones financieras para que le diseñe un portafolio adecuadamente diversificado. Supongamos también que el retorno esperado del portafolio que el especialista diseñe para él es de 10%, dado un nivel de riesgo determinado por el inversionista, de acuerdo a sus propias preferencias. El retorno anual de su *stock* es entonces de US\$100 (1000×0.10), pero sólo la tarifa inicial que tendría que pagar al especialista es probablemente mucho mayor a US\$100 y, adicionalmente, tendría que pagar una comisión de administración durante el tiempo que mantenga su portafolio. Las comisiones que tendría que pagar a la SAB serían claramente mayores a las ganancias esperadas de su inversión. Por supuesto, en estas circunstancias, sería absolutamente imposible para los inversionistas comprar estos portafolios, aún cuando pueda haber ganancias en la transacción: los

su propio departamento de inversiones financieras dentro de cada compañía para realizar estas actividades, pues el costo de mantener un equipo de analistas bien preparado y de obtener información oportuna y confiable respecto de los cambios en los diferentes mercados es probablemente muy alto, particularmente en el caso de las inversionistas extranjeros. Presumiblemente, los costos para cada uno de estos inversionistas son mayores que para compañías de asesoría especializadas como las SAB's, que pueden repartir sus costos de información y análisis entre un número grande de clientes, logrando así un grado de economías de escala. Más aún, desde un punto de vista social, si cada empresa desarrolla su propio *staff* de analistas, el costo social de proveer el servicio sería considerablemente mayor que en el caso de que compañías especializadas actúen como intermediarios para todas ellas, pues se duplicarían costos, generando desperdicio de recursos sociales.

¹² Esta es una aplicación directa de un principio fundamental de las finanzas modernas: a mayor riesgo, mayor retorno. Ver ROSS, WESTERFIELD & JORDAN. "Fundamentals of Corporate Finance". Irwin, 1995.

¹³ La ley de los rendimientos decrecientes explica que el valor para un individuo de cada unidad adicional de un bien determinado es cada vez menor, sugiriendo que la utilidad marginal del dinero para individuos de escasos ingresos es bastante alta, por lo cual podría esperarse que no esté dispuesto a "jugarlo" en la bolsa. Sin embargo, pueden existir personas amantes del riesgo, independientemente de su nivel de ingresos. Ver MILLER, Le Roy. "Microeconomía Moderna". Harla, Mexico. 1986.

¹⁴ En aplicación de las condiciones segunda y tercera de nuestra definición de este tipo de inversionistas.

¹⁵ Ver COASE, Ronald. Op.cit.

¹⁶ De hecho, esto viene ocurriendo marcadamente en el mercado norteamericano, por ejemplo.

altos costos de transacción involucrados en el pago de tarifas y comisiones efectivamente impiden a nuestro inversionista entrar en tal transacción¹⁷, a pesar de que estaría interesado en hacerlo y capturar los beneficios derivados de ello¹⁸.

Por otra parte, es también improbable que un portafolio bien diversificado pueda ser obtenido por debajo de cierta cantidad mínima de inversión. Continuando con el mismo ejemplo, supongamos por un momento que nuestro inversionista puede diversificar por su propia cuenta el riesgo de su inversión. Teoría financiera moderna¹⁹ sugiere que el 95% del máximo de diversificación posible puede alcanzarse con sólo 20 activos financieros adecuadamente seleccionados. Ello significa que nuestro inversionista debería comprar, aproximadamente, US\$50 de cada uno (1000/20)²⁰. Pero, probablemente, las comisiones de cada operación -broker, Bolsa y CONASEV- que tendría que pagar serían muy altas relativas a los US\$50 invertidos, haciendo inviable esta diversificación.

Un número de pequeños inversionistas, con más o menos las mismas preferencias de riesgo-retorno, pueden juntar su dinero en una sola canasta, de tal manera que la necesidad de portafolios individuales es eliminada. Además, de esta manera, el costo financiero de contratar a un especialista que se encargue de diseñar y administrar un portafolio es dividido entre todos ellos, reduciendo considera-

blemente los costos y el riesgo que cada inversionista debe asumir en la transacción. El fondo mutuo cumple precisamente esta función.

Administración Profesional

El segundo objetivo perseguido por los pequeños inversionistas es una administración profesional de sus fondos, dado su escaso conocimiento del funcionamiento del mercado²¹ y los costos sustanciales asociados con obtener oportuna y confiable información sobre la *performance* de los diferentes activos. De hecho, el artículo 84 de la Resolución CONASEV 543-92-EF/94.10 requiere que cada sociedad administradora tenga necesariamente un departamento de inversiones encargado del análisis de la estrategia de inversiones del fondo, incluyendo una evaluación del riesgo de los activos que componen la cartera y su liquidez²².

Vargas Piña²³ menciona que mediante su inversión en un fondo mutuo el inversionista se ahorra los problemas y costos asociados con invertir directamente en el mercado. El inversionista no tiene que preocuparse por recoger información sobre precios relativos de los activos en un esfuerzo por "comprar barato" y "vender caro", ni por mantener un detallado registro de cada una de estas transacciones. Además, se ahorra el problema de evaluar permanentemente el riesgo de su portafolio, para evitar un desalineamiento con respecto al nivel de riesgo

¹⁷ Se trata de una derivación del análisis coasiano. Ver COASE, R. Op.cit.

¹⁸ Los beneficios de la transacción son iguales a:

$$B_c = V - P$$

$$B_v = P - C$$

$$B_s = B_v + B_c = V - P + P - C = V - C.$$

donde:

B_v = Beneficio del vendedor (sociedad administradora)

B_c = Beneficio del comprador (inversionista)

B_s = Beneficio social

P = precio del intercambio = remuneración de la sociedad administradora

C = costo de producción del bien intercambiado

V = valoración del inversionista de tener un portafolio diversificado

Deben satisfacerse dos condiciones para el intercambio:

1. $V > C$

2. $B_s > \text{Costo de transacción}$

¹⁹ Ver ROSS, WESTERFIELD & JORDAN. Op.cit.

²⁰ La proporción exacta puede ser diferente, pero ello no altera el argumento. Más aún, si el portafolio óptimo requiere más de un activo que de otro, entonces el inversionista debe comprar menos de 50 dólares en algunos de ellos, lo cual hace aun más inviable la diversificación.

²¹ Conforme VARGAS PIÑA, Julio. "Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras". Lima, 1994.

²² Ver artículo 84 de la Resolución CONASEV 543-92-EF/94.10

²³ VARGAS PIÑA, J. Op.cit.

deseado. Invertir en un fondo -sostiene Vargas - permite a los inversionistas pasar todas estas preocupaciones a un especialista, a cambio del pago de una retribución.

Un pequeño inversionista racional busca maximizar el retorno de sus inversiones dado un nivel de riesgo determinado. Su elección racional es, entonces, escoger el fondo mutuo que le ofrezca la mejor tasa de retorno, dado el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir.

b. El Análisis de la Sociedad Administradora

La sociedad administradora es usualmente una sociedad anónima cerrada creada específicamente para realizar este tipo de actividades, cuyo principal activo es su capital humano²⁴. Su experiencia y conocimiento de los mercados de capitales, unido a su capacidad para obtener información confiable, y para procesarla rápida y eficazmente de manera que pueda tomar ventaja de información productiva y reducir el impacto de información que reduzca la utilidad de los inversionistas, constituyen el servicio principal que estas sociedades venden a sus clientes. En una palabra, las sociedades administradoras venden "expertise" al pequeño y limitadamente informado inversionista.

Ello implica una relación del tipo agente-principal²⁵: la sociedad administradora es el agente que es contratado por los inversionistas -el principal- para diseñar y administrar un portafolio de inversiones determinado. Bajo este enfoque, la utilidad de las sociedades administradoras²⁶ se deriva de dos fuentes: beneficios formales expresamente pactados con el principal en el contrato de administración -como el esquema de compensación por sus servicios- y beneficios informales²⁷ no pactados con los inversionistas -como las comodidades de la oficina, o la posibilidad de obtener información privada que les permita realizar ganancias no descubiertas mediante transacciones de mercado- que incrementan el atractivo del trabajo.

Jensen y Meckling²⁸ plantean -siguiendo desarrollos previos de Alchian y Demsetz²⁹- la más refinada versión de los costos derivados de una relación de agencia: si el agente no recibe el 100% de los resultados de la firma, tendrá un incentivo para sobreconsumir beneficios informales, porque sólo asume una porción de los costos derivados de ello para la firma -equivalente al porcentaje de su participación sobre sus resultados-, pero recibe todos o la mayor parte de los beneficios. Consideremos el siguiente ejemplo: supongamos que el agente, que es a su vez titular del 5% de las acciones de la firma,

²⁴ Para una presentación formal del análisis económico de la inversión en capital humano, consultar BECKER, Gary. "Human Capital".

²⁵ Una relación agente-principal es aquella bajo la cual una o más personas (el principal) contratan a otra persona (agente) para la realización de alguna actividad a su favor, envolviendo la delegación de facultades de decisión en ciertos aspectos al agente. Dado que la relación entre agentes y principales es típicamente una entre dos partes que buscan maximizar su propia utilidad -con funciones de utilidad diferentes- el agente no siempre actuará en el mejor interés del principal, sino en el suyo propio, particularmente cuando dificultades de monitoreo impiden al principal identificar certeramente la conducta del agente. El principal no puede determinar con precisión cuándo el agente persigue sus propios fines en lugar de aquellos del principal.

²⁶ La función de utilidad de las sociedades administradoras sería igual a:
Usa = f(Bi, Bf), donde:
 $dU/dBi > 0, dU/dBf > 0$.

Por lo tanto, las sociedades administradoras tendrán un incentivo a destinar esfuerzos a obtener Bi, lo que implica un perjuicio para los inversionistas.

²⁷ La presentación expuesta aquí es una versión ligeramente diferente de la de JENSEN & MECKLING, debido a la introducción de la diferencia entre beneficios formales e informales, dependiendo de si han sido autorizados o no por el principal.

²⁸ JENSEN, Michael & MECKLING, William. "Agency Costs and the Theory of the Firm".

²⁹ Alchian & Demsetz fueron los primeros en desarrollar una teoría económica que se centraba en los problemas derivados de la dificultad que implica el medir exactamente la contribución de cada individuo en el producto final de una organización basada en la producción en equipo. La producción en equipo significa que el producto de la empresa es mayor a la suma de la producción de cada agente -probablemente por las ganancias derivadas de la especialización cooperativa- y que se organiza bajo una dirección centralizada. La imposibilidad de determinar exactamente la contribución de cada uno de los miembros del equipo impide también el mecanismo de recompensa para incentivar el nivel óptimo de esfuerzo por parte de ellos. Más aun, debido a que en la producción en equipo es oneroso para cualquiera de sus miembros -o para la gerencia- el determinar cuál de estos miembros está rindiendo menos y por ende ajustar la recompensa debida, los miembros se ven incentivados a rendir menos. El costo de este bajo rendimiento será externalizado y soportado por todos los miembros y no solo por aquellos que "flojean", conducta que beneficiará solamente a los que rinden menos. La estructura contractual de la empresa aparece como un medio para mejorar la organización eficiente de una producción en equipo: una organización económica será creada para organizar la producción, en lugar de celebrar una multitud de intercambios bilaterales de los diversos insumos requeridos, si ello genera una ganancia neta de productividad, luego de descontados los problemas de medición asociados con la producción en equipo.

está considerando si comprar o no un equipo nuevo de aire acondicionado para la oficina a un costo de US\$1000, que incrementaría la productividad de la firma en US\$600³⁰. La firma perdería US\$400 si la compra es realizada, pero el agente asumiría sólo una fracción de ello, igual a US\$20 (0.05 x 400). Si el agente valora el aire acondicionado más de US\$20, la compra sería rentable para él aún cuando no lo es para la firma y, por lo tanto, tendría un incentivo para realizarla, sobretodo si son difíciles de percibir para el resto de los accionistas³¹. El agente tiene incentivos para realizar inversiones ineficientes desde el punto de vista del principal, aunque eficientes desde el punto de vista del agente. Este enfoque explica, asimismo, la tendencia de los ejecutivos de las grandes corporaciones a reinvertir utilidades, construyendo conglomerados empresariales, a pesar de que, probablemente, los propios accionistas podrían asignar los recursos a actividades más rentables³².

Jensen y Meckling concluyen que si el agente no recibe el 100% de los resultados de su gestión tendrá un incentivo a usar sus facultades decisorias para maximizar sus beneficios informales, pues solo asu-

mirá una fracción de los costos totales asociados a dicha conducta³³.

En consecuencia, si la sociedad administradora actúa racionalmente, tenderá a desarrollar un comportamiento oportunista³⁴, utilizando en provecho propio la información a la cual tienen acceso en virtud de la posición que ocupan, en desmedro de los inversionistas, dado el reducido grado de control que éstos pueden ejercer³⁵. En particular, la sociedad administradora tenderá a destinar sus esfuerzos a obtener beneficios informales hasta el punto en el cual iguallen los beneficios derivados de promover los intereses del principal, esto es, de maximizar el valor del fondo³⁶.

La propia función que ejercen los administradores les brinda oportunidades de acceder a información privada que les permite realizar ganancias sustanciales, por lo general no descubiertas por el inversionista. "Inside transactions"³⁷ u otras formas de tomar ventaja de su mejor información y del poder de decisión que poseen sobre los activos del fondo, constituyen oportunidades que pueden ser aprovechadas para promover sus propios objetivos³⁸. Más

³⁰ Debido, por ejemplo, a que la mejora en el ambiente de trabajo incentiva un mayor esfuerzo por parte del equipo de trabajo.

³¹ Economías de información explican el tradicional desinterés de los accionistas por la gestión social en las sociedades anónimas abiertas, tema que ha sido tratado por diversos autores desde distintas ópticas. Ver, por ejemplo, NGO BA THAN, "La Sociedad Anonima Familiar". Barcelona, 1981; BLACK, Bernard. "Shareholder Passivity Reexamined".

³² Esta tendencia se expresa normalmente en la política de los dividendos suficientes, mediante la cual, la administración de la corporación únicamente reparte dividendos suficientes para mantener satisfechos a los accionistas desorganizados (y no para maximizar sus rendimientos), y reinvierte o, simplemente, mantiene en reservas, una fuerte cantidad de utilidades. Ver JENSEN, Michael. "Hostile Takeovers: Their Causes and Consequences".

³³ La condición de equilibrio para el agente es igualar la tasa marginal de sustitución entre los diferentes tipos de beneficios informales y entre los beneficios formales e informales:

$$UMg(ei)/Ei = Umg(ef)/Ef$$

donde:

Ei = esfuerzo destinado por el administrador a obtener beneficios informales

Ef = esfuerzo destinado por el administrador a obtener beneficios formales

³⁴ Williamson define el comportamiento oportunista como la maximización culpable de beneficios. Para un análisis detallado de este supuesto, ver: WILLIAMSON, Oliver. "The Governance of Contractual Relations. A Transaction Cost Approach".

³⁵ Ver BLACK, Bernard. "The Promise of Institutional Voice: Agents watching Agents".

³⁶ En realidad, esto implica un precio-sombra del esfuerzo del agente:

$$Ps = Bi * E'i = Bf * E'f$$

E'n = productividad del esfuerzo del agente en la actividad n

El precio-sombra representa el costo de oportunidad de un recurso, si existiera competencia perfecta. El precio-sombra del esfuerzo del administrador es aquel en el cual cada unidad de esfuerzo que realice le produce el mismo beneficio, no importa a cual actividad lo destine.

³⁷ Inside transactions son aquellas transacciones realizadas por funcionarios o personas cercanas a la administración de la firma, referidas a la propia firma, sobre la base de información privilegiada a la cual han tenido acceso por razón del uso de sus funciones. Por ejemplo, salir a comprar acciones de una empresa a sabiendas de que va a ser objeto de una oferta pública de adquisición, con el objeto de beneficiarse del "premium" que normalmente paga el adquirente.

³⁸ Ver sección 3 de este artículo.

aún, los fondos mutuos usualmente están económicamente vinculados con firmas de intermediación financiera (SAB's), probablemente aprovechando economías de enfoque³⁹, lo que genera espacio para el desarrollo de prácticas oportunistas que incrementen los beneficios conjuntos de ambas compañías, en perjuicio del inversionista, probablemente aprovechando las economías de enfoque que les permiten reducir sus costos operacionales, en tanto una buena cantidad de análisis financiero es común para estas actividades.

Este análisis sugiere que las prácticas oportunistas más difíciles de descubrir -o más fáciles de ocultar- son las más atractivas para los administradores. A pesar del impacto positivo que el "efecto reputación" (perdida de prestigio en el mercado) puede tener sobre el comportamiento de los administradores, este mecanismo por sí solo es un sistema imperfecto de control. El impacto disuasivo de este mecanismo requiere un flujo permanente de información respecto de la conducta de las sociedades administradoras, que permita a las actuales y potenciales partes contratantes enterarse rápidamente de cualquier actitud oportunista y reaccionar adversamente. Pero los inversionistas típicos de un fondo mutuo son desorganizados y tienen sólo una información limitada, por lo cual es improbable que perciban y respondan adecuadamente al oportunismo de los administradores. Incluso, el efecto reputación puede no aparecer del todo, dado que los incentivos de estos inversionistas para monitorear a la sociedad administradora son insuficientes para evaluar con precisión su conducta. Información imperfecta reduce la probabilidad de que el impacto reputacional sea efectivo para disuadir a los administradores de realizar conductas oportunistas.

La razón de la aparición de fondos mutuos es, pues, directa: es un vehículo diseñado para permitir a los pequeños inversionistas participar en los mercados de capitales, reduciendo los costos de transacción envueltos en transacciones individuales. A la vez, los fondos mutuos permiten a las sociedades administradoras ampliar su espectro de actividades. Sin embargo, la propia estructura transaccional desarrollada para aprovechar esta oportunidad de intercambio impone ciertos costos: la relación de agencia

que se genera entre las partes, unida a severos problemas de información asimétrica y un fuerte grado de atadura dan espacio para la aparición de prácticas oportunistas que pueden afectar el normal desarrollo del mercado.

1.2. Información Asimétrica: Costos de Monitoreo y el Problema del Polizonte

El problema de información asimétrica en fondos mutuos es sustancial⁴⁰. El inversionista típico de un fondo mutuo tiene poca experiencia, tiempo e información respecto del funcionamiento de los mercados financieros, y de los probables efectos de cambios en las condiciones generales de la economía sobre la performance del fondo. Un individuo de bajos o medianos ingresos usualmente pasa la mayor parte de su tiempo trabajando, y monitorear permanentemente la performance del fondo mutuo requeriría destinar algunas horas a la semana, cuando menos, que tendría que ser distraída de su tiempo libre que, muchos de ellos preferirían destinar a otras actividades presumiblemente más valiosas, como salir con la familia, por ejemplo. Además, este inversionista no está familiarizado con teoría financiera moderna, necesaria para analizar estados financieros y, en general, cualquier tipo de reportes sobre los resultados del fondo.

Una evaluación de la performance relativa de un fondo implica el análisis de fondos alternativos e, incluso, de otras opciones disponibles para el inversionista, como depósitos bancarios. Más aún, comparar únicamente rentabilidades relativas es un indicador imperfecto de la calidad de la administración del fondo, pues se requiere una medida del riesgo relativo de cada portafolio, tarea que puede ser muy complicada para estos inversionistas no sofisticados, haciendo su análisis, peor aún, poco confiable. Un entendimiento claro de la información relevante respecto de la *performance* del mercado de fondos mutuos es una tarea demasiado costosa en términos de tiempo y complicación, relativa al monto usualmente invertido. Precisamente por estas razones han confiado la administración del fondo a profesionales: los inversionistas no desean perder tiempo y esfuerzo en obtener solamente un conocimiento limitado del mercado. En estas condi-

³⁹ En buena parte de los casos, la sociedad administradora es subsidiaria de bancos u otras instituciones financieras, que también administran SAB's. Presumiblemente, esto se debe a la presencia de economías de enfoque que permite a estas empresas reducir sus costos operacionales, en tanto una buena parte del levantamiento y procesamiento de información es común a ambas. En la medida que dichas economías pueden resultar, por presión de la competencia, en menores costos de administración para los inversionistas, es conveniente que la CONASEV tome en cuenta esto al momento de decidir sobre la separación de ambas actividades.

⁴⁰ Información asimétrica se refiere a la diferencia en el flujo relativo de información entre las partes contratantes, respecto de los elementos centrales de la relación contractual. Ver HANSMANN, Henry. "Ownership of Enterprise". Cap.2. Libro no publicado, en archivo del autor.

ciones, es muy complicado para estos inversionistas determinar el nivel real de esfuerzo dedicado por la sociedad administradora al cumplimiento de sus tareas; no es posible discriminar cuánto esfuerzo es destinado por la sociedad administradora a maximizar el valor del fondo (y, de esta manera, maximizar los beneficios del inversionista) y cuánto a maximizar sus propios beneficios. Los pequeños inversionistas desconocen cuáles son los objetivos perseguidos por la sociedad en cada una de sus acciones, y tampoco pueden controlar eficazmente sus resultados dado que no discriminan correctamente las causas de los mismos.

Presumiblemente, este análisis explica el sistema de reglas de información establecido por la legislación financiera: las reglas de información están diseñadas para reducir el costo de obtener información para estos inversionistas⁴¹. La legislación impone a las sociedades administradoras el deber de suministrar toda la información relevante, entendiendo como tal toda aquella que pudiera afectar la decisión de inversión del inversionista, de la manera más simple posible, respecto de la *performance* del fondo. Por ejemplo, CONASEV recibe información respecto del cambio en el valor relativo de una cuota del fondo, diariamente. Sin embargo, es discutible que esta reducción en el costo de la información sea suficiente para contrarrestar la pasividad racional de los inversionistas. Las desventajas informacionales de los inversionistas incrementan el costo de controlar a la sociedad administradora, generando espacio para un comportamiento oportunista⁴² y, en consecuencia, para resultados ineficientes, donde el bienestar de la sociedad administradora es maximizada a expensas de los intereses de los inversionistas.

El problema es aún más severo. Debido a su naturaleza colectiva, un fondo mutuo usualmente envuelve un gran número de inversionistas. El fondo mutuo más grande de USA, por ejemplo, tiene más de

medio millón de accionistas⁴³. En el Perú, los dos fondos mutuos más grandes tienen, actualmente, 636 y 196 participantes, respectivamente⁴⁴. Esta característica crea severos problemas de gobernación que explican gran parte de la estructura organizativa de un fondo mutuo.

En primer lugar, esto explica porqué los fondos mutuos son organizados bajo la iniciativa de las sociedades administradoras. Debido al gran número de inversionistas requerido para hacer rentable la creación de un fondo mutuo, los costos de transacción involucrados en su organización son significativos, especialmente para los pequeños inversionistas: juntar a cientos de ellos y alcanzar un acuerdo sobre las características básicas del fondo, como políticas de inversión, estructura de gobernación y política de distribución de ganancias, puede ser muy engorroso, haciendo improbable que un fondo pueda ser organizado por los propios inversionistas⁴⁵. Típicamente, es la propia sociedad administradora la que asume el costo de organizar el fondo mutuo y el riesgo de fracaso en este período inicial.

Segundo, la naturaleza colectiva del fondo incrementa el costo de monitorear el comportamiento de la sociedad administradora: un incremento marginal del gasto en monitoreo puede conducir a un incremento marginal del valor del fondo⁴⁶ -en tanto reduce la conducta oportunista del administrador-, pero dada la naturaleza colectiva del mismo, los beneficios serán repartidos entre todos los participantes, en proporción a sus participaciones y no sólo a aquellos que asumen el costo de la actividad de monitoreo que dio origen al incremento en las ganancias. La naturaleza de bien público de las actividades de control implica, en consecuencia, un problema de polizonte. Ningún inversionista individual deseará efectuar estas actividades costosas si va a recibir solamente una pequeña proporción de las ganancias que genere, aun si estas actividades son socialmente eficientes. El

⁴¹ Pueden distinguirse hasta tres tipos de reglas en la actual regulación de fondos mutuos: reglas de información (orientadas a proveer de información confiable, veraz y oportuna al mercado), reglas de diversificación (orientadas a distribuir el portafolio entre diversos activos a fin de minimizar el riesgo) y reglas de inversión (orientadas a limitar el tipo de activos en los cuales puede invertirse el dinero del fondo).

⁴² Esta es, precisamente, la tesis expuesta por Williamson. WILLIAMSON, Oliver. *The Governance Of Contractual Relations: A Transaction Cost Approach*.

⁴³ Ver *Institutional Investor*, 1995.

⁴⁴ Credifondo e Interfondo (información a diciembre de 1995).

⁴⁵ A mayor número de contratantes, mayor costo de llegar a un entendimiento entre todos ellos.

⁴⁶ El nivel de monitoreo eficiente desde el punto de vista social, es aquel en el cual el costo marginal de incrementar el nivel de monitoreo iguala el ingreso marginal del accionista debido a una mayor eficiencia en la gestión.

nivel real de monitoreo es, entonces, menor al socialmente óptimo. Un ejemplo puede ilustrar el punto: supongamos que un inversionista posee el 2% de las participaciones de un fondo y que gastando US\$5000 puede generar un incremento de 10% en el valor del fondo. Asumamos también que el valor actual del fondo es US\$1,000,000, de modo que si el gasto es realizado las ganancias serían de US\$100,000. Realizar tal control es claramente beneficioso para el grupo de inversionistas del fondo, pues los costos totales son bastante menores que las ganancias: US\$95,000 de beneficios netos pueden obtenerse. Sin embargo, dado que el inversionista que asuma el gasto recibiría únicamente US\$2,000 ($100,000 \times 0.2$), decidirá racionalmente no gastar en realizar tal actividad. Como resultado, actividades de monitoreo eficientes no se ejecutarían, cayendo el nivel real de control por debajo del óptimo social.

1.3. Efecto Atadura

La pasividad racional de los pequeños inversionistas implica su incapacidad para reaccionar rápidamente a cambios en la performance del agente, lo que se traduce en un importante efecto atadura a la transacción.

La posibilidad de “salirse” de la transacción es un mecanismo que permite a las partes protegerse del comportamiento oportunista de la otra, en la medida que constituye una respuesta rápida y efectiva frente a cualquier incumplimiento contractual⁴⁷. Más importante aún, la salida funciona como un poderoso mecanismo para desincentivar la realización de estas prácticas, pues impone sobre la contraparte el riesgo de perder no solo las ganancias derivadas de la transacción sino, inclusive, su reputación comercial, afectando el flujo de ingresos provenientes de futuras relaciones contractuales de este tipo⁴⁸.

Sin embargo, existen casos en los cuales no es posible -o económicamente rentable- para alguna de las partes desistirse de continuar una relación contractual en el caso de que la otra parte se desvíe significativamente de sus obligaciones. Por ejemplo, la especificidad de las inversiones involucradas en una determinada transacción es una fuente *ex-post* tradicional de explotación -tal como explica

Williamson⁴⁹ -, pues una vez realizada la inversión el costo de terminar la transacción y reasignar el activo a un uso sustancialmente menos valioso es excesivamente alto para el contratante, exponiéndolo a un comportamiento abusivo de la otra parte. Es el caso, por ejemplo, de la inversión en una planta de generación de energía para una mina alejada. Una vez que el fabricante ha realizado un gasto sustancial en la construcción de dicha planta, el minero puede presionar oportunistamente al fabricante a reducir el precio (argumentando un cambio en las proyecciones de la mina, por ejemplo), porque el fabricante no tiene cómo recuperar su inversión: fuera del minero, nadie más estaría interesado en comprar tal planta o -dicho de otra manera- el valor de la planta en su mejor uso alternativo es considerablemente menor. En previsión a este tipo de comportamiento, el fabricante probablemente exigirá algún tipo de salvaguarda contractual que eleva sustancialmente el costo de transacción.

Pero esta no es la única fuente de explotación: el planteamiento esbozado aquí muestra que deficiencias informacionales pueden también generar el mismo efecto⁵⁰. La efectividad del mecanismo de “salirse” de la transacción requiere un flujo de información significativo y permanente sobre el desempeño de las partes respecto de la relación contractual creada, que les permita modificar su actitud oportunamente frente a cualquier estrategia oportunista de la otra. Si la práctica oportunista es rápida y certeramente detectada, la alternativa de la salida permite a la parte injuriada reducir el daño poniendo fin inmediatamente a la relación contractual. Si, por el contrario, la parte dañada no se percata del daño causado o si no puede determinar con precisión su causa o extensión, la posibilidad de salirse de la transacción no produce ningún efecto significativo sobre la conducta de la contraparte.

Por ejemplo, si un proveedor disminuye unilateralmente la calidad de los productos vendidos, el comprador puede eliminar el daño a un costo relativamente bajo, simplemente cambiando de proveedor, tan pronto como perciba la diferencia en la calidad del producto. En el caso de los pequeños inversionistas de un fondo mutuo, sin embargo, los elevados costos envueltos en obtener la informa-

⁴⁷ Conforme HIRSCHMANN, Albert. *Exit, Voice and Loyalty*. Harvard University Press. 1970.

⁴⁸ El efecto disuasivo proviene precisamente de la posibilidad de perder el flujo futuro de ingresos, sobre todo cuando ésta es la fuente principal de ingresos del agente.

⁴⁹ WILLIAMSON, Oliver. Op.cit.

⁵⁰ Como el propio Williamson sugiere. WILLIAMSON, Oliver. Op.cit

ción necesaria les impide trasladar oportunamente sus inversiones de un fondo a otro, a menos que el costo impuesto por la mala administración del fondo sea tal que justifique incurrir en los costos de reasignación.

La reasignación de la inversión a otra alternativa supone una serie de gastos que debe asumir el inversionista, que podemos definir como la suma de: 1) el costo de obtener información sobre la *performance* del fondo y sobre oportunidades de inversión alternativas; 2) el costo impuesto por el hecho de que la nueva alternativa no es un perfecto sustituto para la primera en términos de las preferencias riesgo-retorno de cada inversionista y; 3) el costo de transacción envuelto en salir de una transacción -pago de una comisión de redención, por ejemplo- y entrar en otra. El análisis aquí desarrollado sugiere que los pequeños inversionistas cambiarán de fondo mutuo únicamente si las ganancias derivadas de ello son mayores a estos costos de reasignación.

a. Costo de Obtener Información

Obtener información es una actividad costosa. Un inversionista debe adquirir continuamente información sobre la *performance* del fondo para reaccionar oportunamente frente a cambios significativos en el comportamiento de la sociedad administradora. Ello requiere 2 cosas: primero, destinar una buena cantidad de tiempo a seguir de cerca la evolución del fondo (solicitar información financiera, juntas especiales, auditorías externas, etc.); segundo, un grado de conocimiento en materia financiera suficiente para realizar un análisis confiable de los estados financieros del fondo. Claramente, ambas condiciones están ausentes en el caso de los pequeños inversionistas. Más aún, contratar los servicios profesionales de especialistas es una opción extremadamente costosa para ellos. Su elección racional es, entonces, permanecer desinformados o, en el mejor caso, informarse limitadamente⁵¹.

Pero eso no es todo. Comparar portafolios alternativos es fundamental para decidir la reasignación de

una inversión financiera; sin embargo, ello es aún más dramáticamente difícil para estos inversionistas. La evaluación del riesgo involucrado en cualquier portafolio no es tarea fácil, ni siquiera para profesionales⁵².

Ello supone un análisis de correlación entre diferentes activos, lo que usualmente requiere el uso de herramientas matemáticas⁵³. Una comparación adecuada entre portafolios alternativos requiere tomar en cuenta el riesgo implícito en cada uno de ellos. El hecho de que un portafolio A tenga un retorno mayor que un portafolio B no necesariamente implica que esté mejor administrado. Si el portafolio A tiene asociado un nivel de riesgo mayor al de B, el retorno esperado de A debe ser mayor a B independientemente de la calidad de la administración⁵⁴. Una simple comparación directa entre tasas de retorno de los diferentes fondos mutuos no es suficiente para obtener conclusiones definitivas respecto de su calidad y, más aún, puede dar señales equivocadas al mercado. Cada fondo puede tener políticas de inversión diferentes, en función de las preferencias de los inversionistas: algunos pueden ser conservadores y otros más agresivos. Precisamente, este debería ser uno de los criterios diferenciadores y de sana competencia entre los fondos, respecto de los cuales el inversionista debería informarse adecuadamente al momento de decidir dónde invertir. Sin duda, la introducción de reglas de información sobre riesgo de cartera (*risk-disclosure rules*) en el sistema regulatorio podría facilitar el flujo de información relevante al inversionista, pero aun así es cuestionable que estos inversionistas puedan aprovechar adecuadamente esta información.

b. Costo de Oportunidad

El razonamiento recién expuesto impone otro costo para los inversionistas que deseen trasladarse a otro fondo mutuo: asumiendo un comportamiento racional maximizador de los agentes, cada inversionista considera su fondo mutuo como la mejor alternativa para su dinero, en términos de sus pre-

⁵¹ Este concepto es consistente con el supuesto conductista del hombre contractual, propuesto por Williamson, que sostiene que los individuos toman decisiones sobre la base de información limitada, tanto porque ella no está disponible en el mercado o porque no puede ser procesada inteligentemente por cada uno de ellos. WILLIAMSON, O. Op.cit.

⁵² De hecho, la industria de la banca de inversión descansa en gran medida sobre la confianza que genere entre los clientes las evaluaciones financieras realizadas por su equipo de analistas, respecto de activos, empresas y países.

⁵³ Actualmente existen programas computacionales que pueden realizar estas operaciones directamente y con gran rapidez, reduciendo significativamente el tiempo y el tedio asociado con tales actividades. Aun así, es necesario un manejo conceptual importante para analizar las cifras y resultados que arroja la computadora.

⁵⁴ Este es un concepto fundamental de finanzas, a pesar de lo cual el regulador parece considerar suficiente la posibilidad de salir de la transacción como un suficiente mecanismo de mercado para resolver este tipo de problemas.

ferencias riesgo-retorno. Si esto es cierto, un traslado de este fondo a cualquier otro fondo implica una pérdida de bienestar para el inversionista, igual a la diferencia en la valoración del inversionista de cada alternativa, multiplicada por la cantidad de dinero trasladado⁵⁵

c. Costos de Acceso y Salida

Adicionalmente, cambiar de fondo mutuo impone también costos directos para el inversionista: la mayor parte de los fondos mutuos cobran una comisión de redención fijada como un porcentaje del valor de las participaciones redimidas (Ver Cuadro) -salvo que pueda transferir su participación directamente a terceros en el mercado, en cuyo caso sólo tendría que pagar las comisiones bursátiles usuales-, y una comisión de ingreso al nuevo fondo mutuo, igualmente fijada como un porcentaje de la inversión.

CONCEPTO	CREDI FONDO	INTER FONDO	INVERS. PERU
Comisión de Suscripción 1/	1.0%	1.0%	2.0%
Remuneración Administradora 2/	1.5%	4.8%	2.0%
Comisión de Rescate 1/	*1.0%	1.0%	2.0%
Custodia del banco 2/	0.3%	0.0%	0.0%

1/ Sobre el valor de la cuota más impuestos.

2/ Anual sobre el patrimonio.

* A 90 días de la incorporación al fondo.

Fuente : CONASEV

Elaboración : Propia

La suma de estos costos es, probablemente, bastante significativa para los pequeños inversionistas, como puede apreciarse en el cuadro adjunto. Una vez que los inversionistas han escogido dónde invertir su dinero es improbable que, individualmente, incu-

rran en costosas actividades de monitoreo y búsqueda de oportunidades alternativas, dados los beneficios potenciales que ello les significaría. El "efecto atadura" es, pues, sustancial, con lo cual la posibilidad de retirarse del fondo, como un mecanismo de represión del comportamiento oportunista de las sociedades administradoras, no resulta realmente efectiva, contrariamente a lo que es típicamente asumido por analistas y reguladores. El inversionista va a retirarse del fondo mutuo únicamente cuando la mala administración es de tal magnitud que se ha convertido en información pública. En estas circunstancias, la probabilidad de reasignación es sustancial, debido a dos factores: primero, mientras más negativa es la *performance* de la inversión, mayores son las ganancias derivadas de la reasignación y; segundo, mientras más pública es la información sobre la mala *performance* del agente, menores son los costos de monitoreo asumidos directamente por el inversionista. Sin embargo, en estos casos extremos, el daño asumido por los inversionistas ya es, probablemente, significativo y el valor de sus inversiones se ha deteriorado considerablemente. Considérese, por ejemplo, experiencias típicas de quiebras irregulares de entidades financieras como CLAE o Refisa⁵⁶. Un común denominador de todos estos casos es que los pequeños inversionistas no estaban al tanto del manejo de las inversiones que realizaba el intermediario financiero. Únicamente intentaron retirar su dinero cuando los periódicos y los medios de comunicación informaron respecto de la mala gestión que estaba ocurriendo. A esas alturas, sin embargo, era poco probable que pudieran conseguir su objetivo⁵⁷. Economías de información sugieren, pues, un importante efecto atadura.⁵⁸

2. UN COMPROMISO CREIBLE: EL ESQUEMA DE COMPENSACION

El marco teórico desarrollado hasta aquí nos sugiere que la más severa limitación de los fondos mutuos

⁵⁵ La desutilidad sería:
 $(V1 - V2) \times \text{Monto trasladado}$

donde:

V1 = Valoración del inversionista opción fondo mutuo 1

V2 = Valoración del inversionista opción fondo mutuo 2

V1 > V2.

⁵⁶ Si bien estas entidades no son fondos mutuos, encierran una relación del tipo agente-principal como la envuelta en un fondo mutuo y tiene los mismos problemas informacionales.

⁵⁷ Este problema es especialmente severo para el caso de los fondos mutuos de capital cerrado, donde la alternativa de la redención de la participación en el fondo no existe.

⁵⁸ Hansmann, sin embargo, no considera este problema como una potencial fuente de explotación. Ver HANSMANN, Henry. Op.cit.

es la posibilidad de un comportamiento oportunista por parte de la sociedad administradora. Sin embargo, el propio desarrollo de estas organizaciones implica que cualquiera sea el costo que este problema signifique, los beneficios derivados para las partes contratantes son aun mayores⁵⁹.

Tres condiciones deben cumplirse para que puedan presentarse prácticas oportunistas: primero, debe haber una potencial divergencia de intereses entre individuos; segundo, deben existir bases para un intercambio beneficioso u otro tipo de cooperación entre éstos -alguna razón para llegar a un acuerdo y transar- que pueda activar estos intereses divergentes y; tercero, deben existir dificultades para determinar efectivamente si se han cumplido los términos del arreglo contractual o para ejecutar los mismos.⁶⁰

Estas condiciones están presentes en el mercado de fondos mutuos. Las actividades de monitoreo son costosas o imposibles de llevar adelante, lo que unido a la inhabilidad de los inversionistas para "salirse" de la transacción puede inducir a los inversionistas individuales a no invertir en fondos mutuos⁶¹, sobretodo considerando la relativa ineficiencia del sistema regulatorio actual⁶².

El temor *ex-ante* de los inversionistas de un comportamiento oportunista de la sociedad administradora puede disuadirlos de invertir en un fondo. Mecanismos contractuales deben diseñarse para estimular la confianza de los inversionistas en la sociedad administradora, de modo que la transacción sea viable. La sociedad administradora debe asegurar a los inversionistas que no va a tomar ventaja, *ex-post*, de la posición ventajosa que obtiene una vez establecida la relación contractual y un grado de atadu-

ra es efectivamente obtenido. En un fondo mutuo, el esquema de compensación puede cumplir esta función.

Es posible definir *ex-ante* determinados arreglos contractuales entre las partes que pueden ayudar a reducir los incentivos para desarrollar prácticas oportunistas⁶³. Aunque observar el comportamiento real de los administradores sea simplemente muy oneroso para los inversionistas de un fondo mutuo, puede ser, sin embargo, relativamente sencillo observar los resultados de la gestión y proveer incentivos adecuados en función a ello. Cuando no es posible determinar con precisión el nivel de esfuerzo realizado por el agente para satisfacer los fines del principal, pero los resultados son fácilmente verificables, un sistema de compensación bien diseñado puede servir para alinear los intereses del agente con los del principal. Una vez definidos claramente los fines del principal -qué es lo que espera concretamente del agente-, puede ser especificado un sistema para recompensar el logro de los resultados buscados⁶⁴.

La regulación local⁶⁵ establece que el contrato entre la sociedad administradora y el inversionista debe contener una especificación del sistema usado para determinar la remuneración a percibir por la sociedad, incluyendo una comisión por inscripción y una detallada explicación de los costos que serán cargados al fondo. Usualmente, la compensación de la sociedad administradora tiene tres partes, como se observa del cuadro adjunto: una comisión de entrada al fondo pagada al momento de la firma del contrato de administración (entre 3 y 5%) de la cantidad invertida; una comisión de redención, a pagar cuando el inversionista decida retirarse del fondo (otro 3 a 5% del valor de la

⁵⁹ Esta es una aplicación directa del "test de la supervivencia", que sugiere un proceso de selección que ocurre en el propio mercado: formas de organización más eficientes predominan sobre aquellas más costosas.

⁶⁰ Ver MILGROM & ROBERTS. "Economics, Organization & Management". Prentice Hall 1994.

⁶¹ Presumiblemente, parte de esta racionalidad está detrás de la regulación americana sobre fondos mutuos. Como explica el juez Friendly: "mientras que la administración y los inversionistas de un fondo mutuo tienen ciertos intereses paralelos (...) existen importantes áreas en las cuales sus intereses pueden entrar en conflicto. El Congreso americano ha tratado de minimizar las posibilidades de abuso de su posición por parte de los administradores de los fondos mutuos mediante la dación de la Ley de Compañías de Inversión de 1940".

⁶² Este tema es abordado más adelante, en la sección 3 de este título.

⁶³ Ver MILGROM & ROBERTS. Op.cit.

⁶⁴ Por ejemplo, aún si fuera imposible calcular exactamente el nivel de esfuerzo y cuidado del personal de mantenimiento de la maquinaria de una empresa, puede ser posible medir el porcentaje de desperfectos de las máquinas por unidad de tiempo. De hecho, si la tasa de desperfectos de las máquinas dependiera exclusivamente de la performance de los trabajadores de mantenimiento, basar la remuneración en dicha tasa sería un perfecto sustituto de basarlo en el nivel de esfuerzo y cuidado.

⁶⁵ Resolución CONASEV 543-92-EF/94.10.0

participación) y; una comisión anual de administración, fijada como un porcentaje del valor del fondo (entre 2 y 4.5%)⁶⁶.

La remuneración que percibe la sociedad administradora está atada al valor del patrimonio del fondo (es un porcentaje del valor del fondo), lo que actúa como una "garantía" para el inversionista de que la sociedad administradora va a actuar en su interés: un aumento en el valor del fondo beneficia al inversionista y también a la sociedad administradora vía un incremento en su remuneración. A mayor valor del fondo, mayor compensación percibe la sociedad administradora. Así, al ligar *ex-ante* la compensación al valor del portafolio bajo administración, la sociedad administradora asegura al inversionista su compromiso para maximizar el valor de las inversiones.

Este esquema de compensación opera como un compromiso creíble por parte de la sociedad administradora de que no va a explotar a los pequeños inversionistas para perseguir sus propios intereses, aprovechando la mejor información a la que tienen acceso. Sin embargo, en la práctica este esquema constituye un mecanismo imperfecto para alinear los intereses de los inversionistas y de la sociedad administradora: la remuneración no está directamente atada al incremento (o disminución) del valor del fondo, sino al valor neto total del fondo. El valor inicial del fondo es equivalente al monto invertido por los inversionistas, lo que no depende en modo alguno de la gestión de la administración del fondo. Atar la compensación al valor total del fondo, en lugar de atarlo únicamente a cambios en el valor del mismo, genera sólo un débil incentivo a la eficiencia sobre la sociedad administradora: cuando los beneficios esperados representan sólo una pequeña fracción del ingreso total de la sociedad administradora, el incentivo para destinar esfuerzos a incrementar el valor del fondo es débil. Más aún, este esquema de compensación funciona en la práctica como un mecanismo de protección de la sociedad administradora contra riesgos de disminución del valor del fondo: sólo una pequeña fracción de las pérdidas se verán reflejados en sus ingresos. Mien-

tras las pérdidas no sean dramáticas, no afectarán significativamente el flujo de ingresos de la sociedad administradora.

El esquema de compensación diseñado es un mecanismo imperfecto para limitar el comportamiento oportunista de las sociedades administradoras de fondos mutuos. Los incentivos previstos, basados en la *performance* del fondo, son débiles o, al menos, no tan fuertes como pudiera pensarse a primera vista. Debido a que el mecanismo no produce un vínculo fuerte entre la remuneración y la gestión por el lado de las pérdidas y sólo una participación limitada por el lado de las ganancias, no es un incentivo poderoso para incrementar los esfuerzos de la sociedad administradora.

3. COSTOS DE AGENCIA

Hasta este punto, hemos propuesto una explicación para la aparición de los fondos mutuos y luego hemos pasado a analizar las características principales de la estructura transaccional implícita, destacando la relación de agencia que se genera. Pasamos ahora a estudiar formas concretas en las que se pueden presentar los costos de agencia en este tipo de organizaciones.

Existen diversas formas bajo las cuales la sociedad administradora puede obtener beneficios adicionales a su remuneración.

3.1. *Frontrunning*

Esta práctica, también conocida como "*trading ahead*"⁶⁷, consiste en la acción del administrador de ejecutar sus propias órdenes por delante (o antes) de las órdenes de sus clientes, para beneficiarse de las oportunidades de inversión que ofrezca el mercado -arbitraje, por ejemplo⁶⁸ - en lugar de actuar en representación de sus inversionistas. Por ejemplo, supongamos que una acción de IBM se cotiza a US\$10 en Nueva York y a US\$10.5 en Tokio. Asumiendo que el fondo tiene disponible US\$1,000,000 para invertir, las ganancias sin riesgo que el fondo

⁶⁶ El artículo 38 del Reglamento Interno de Peruval Fondo Mutuo establece que "la compensación de Peruval por la administración, asesoría y custodia (...de las inversiones...) será un máximo de 4.5% anual del valor neto del fondo". Igualmente, el artículo 27 del Reglamento Interno del Wiese Fondo Mutuo especifica que "la compensación que Wiese SAFM (la sociedad administradora) recibirá por la administración, asesoría y custodia de las inversiones del fondo será de un máximo de 5% del valor neto del fondo".

⁶⁷ Ver POSNER, Richard. *U.S. v. Dial*. Corte de Apelaciones del 7o Circuito de los Estados Unidos de Norteamérica. 1992

⁶⁸ El arbitraje es el aprovechamiento, sin riesgo, del diferencial de precio que puede presentarse temporalmente en mercados distintos, respecto de un título. El inversionista puede simplemente comprar el título en el mercado en el cual la cotización sea menor y venderlo inmediatamente en el mercado en el cual el precio sea mayor, beneficiándose directamente con el diferencial de precio. Estas mismas transacciones eliminan rápidamente el diferencial, con lo cual el precio del título vuelve a ser único en ambos mercados.

podría realizar serían equivalentes a US\$50,000 (1,000,000/10 x 0.50) si la sociedad administradora aprovecha plenamente esta oportunidad de inversión en favor del fondo. Las ganancias para la sociedad administradora serían equivalentes a su remuneración: 2% del incremento en el valor del fondo, equivalente a US\$2,500. Ahora consideremos el caso en el que la sociedad administradora decidiera aprovechar la oportunidad en su propio beneficio, transando en su propia cuenta US\$200,000: en este caso, los beneficios de la sociedad administradora son US\$10,000 (200,000/10 x 0.50) más el 2% del incremento en el valor del fondo, menos el costo de oportunidad de los US\$200,000 invertidos⁶⁹. En consecuencia, una sociedad administradora maximizadora de beneficios tendrá un incentivo para entrar en este tipo de transacciones sin riesgo por su propia cuenta antes que hacerlo en interés de los inversionistas que representa, causándoles perjuicios de dos maneras: primero, su compra inicial puede haber ocasionado un incremento de la cotización de la acción de IBM en Nueva York, justo antes de entrar la orden de compra del fondo, por lo cual el precio a pagar por el fondo es mayor; segundo, la venta de las acciones por la sociedad administradora puede generar una disminución de la cotización de las acciones de IBM en Tokio, reduciendo igualmente las ganancias del fondo.

Adicionalmente, el mismo análisis puede aplicarse al caso de que la sociedad administradora, conociendo de antemano la futura transacción que ella misma efectuará con el patrimonio del fondo, decida transar por delante del fondo, obteniendo así beneficios del conocimiento previo que ha tenido por razón de sus obligaciones contractuales. Supongamos que la sociedad administradora haya decidido invertir una sustancial suma de dinero del fondo en acciones de la IBM, de modo que el administrador sabe que habrá un incremento del precio de las acciones. Si, con el objeto de beneficiarse de este conocimiento, la sociedad administradora o terceros por su encargo, compran *stock* de IBM antes de la transacción del fondo y luego lo venden al precio mayor generado por la orden del fondo, podrá hacer sustanciales y seguras ganancias, en desmedro de los inversionistas, como hemos visto.

Existen casos de este tipo en otros mercados, que vale la pena reseñar. En el *leading case* U.S. v Dial, el juez Richard Posner⁷⁰ explica claramente el problema: un *broker* en el mercado de valores desarrolló una estrategia intencional para generar una orden de compra "en bloque" de una acción específica entre un *pool* de sus clientes. Después de construir dicha orden, *el broker* decidió comprar primero un número de acciones del *stock* seleccionado. Cuando la orden "en bloque" fue finalmente hecha, el precio de la acción subió significativamente y el *broker* realizó ganancias sustanciales vendiendo sus propias acciones al mayor precio. Posner⁷¹ concluye que el mayor riesgo del acceso preferencial a información proviene de los *brokers* o administradores de cartera, quienes pueden transar por su propia cuenta y/o por cuenta de sus clientes y disponen de mayor información que cualquiera de ellos porque conocen las órdenes de todos sus clientes.

En otro caso más reciente, *SEC v. The Cooper Companies*⁷², resuelto en diciembre de 1994, la *Securities Exchange Commission* (SEC) acusó al administrador de la cartera del *Keystone Fund Group, Inc.* -un señor Albert Griggs- y a dos directivos de *The Cooper Companies* (Gary y Steven Singer), así como a la propia compañía, de diseñar y ejecutar un esquema de *frontrunning* mediante el cual realizaron importantes ganancias a expensas de los inversionistas en el mercado de bonos de alta rentabilidad (*High Yield Bonds market- HYB*). Bajo este esquema, el señor Griggs impropriadamente informó a Gary Singer los HYB's que estaba recomendando comprar a ciertos fondos *Keystone*. Gary Singer compró entonces a través de diversas entidades de control familiar tales HYB's. Cuando Griggs finalmente hizo sus recomendaciones a *Keystone*, Singer ordenó vender tales activos a *Keystone*, obteniendo ganancias ilícitas por más de US\$3,000,000.

3.2. Relaciones con el Intermediario Financiero

La vinculación típica entre una sociedad administradora de fondos mutuos y un intermediario financiero, como una SAB, genera oportunidades para obtener beneficios irregulares.

⁶⁹ Dada la simultaneidad de la operación, este costo es presumiblemente trivial.

⁷⁰ POSNER, R. Op.cit.

⁷¹ Op.Cit.

⁷² *Securities and Exchange Commission v. The Cooper Companies, Inc. Litigation release No.14351. Diciembre 12, 1994.*

a. Sobretransacción

Este término denota un esquema a través del cual un administrador de carteras puede generar beneficios para sí o para firmas de *brokers* relacionadas, realizando transacciones excesivas con el propósito de generar comisiones de intermediación, en perjuicio de los inversionistas. En el caso del mercado de fondos mutuos, la sociedad administradora usualmente está relacionada con una SAB a través de la cual, por lo general, ejecutan sus transacciones. A consecuencia de ello, existen incentivos y oportunidades para sobretransar la cartera, incrementando los costos de transacción de gestionar la cartera, reduciendo los beneficios que finalmente reciben los inversionistas. En el caso peruano, los contratos de administración usualmente establecen que las sociedades administradoras pueden utilizar sus propias SAB's, limitando las tarifas máximas que los fondos pueden pagar por estos servicios⁷³, pero nada se dice respecto del volumen de transacciones que los fondos realizan. Un gran número de transacciones, dadas las políticas de inversión del fondo, reducen los beneficios de los inversionistas en una cantidad igual al incremento en las comisiones a pagar a los intermediarios.

Dos elementos se requieren para que exista sobretransacción: control de los administradores sobre la cartera de inversiones, y un número de transacciones excesivo a la luz de la política de inversiones del fondo. Para determinar el patrón de transacción del fondo pueden usarse diferentes mecanismos: la tasa de cambio de cartera⁷⁴, el patrón de transacciones de entrada y salida⁷⁵, transacciones cruzadas⁷⁶, e incluso la negativa a seguir patrones de inversiones previamente pactadas puede ser un indicio. La SEC aborda el tema en el caso de *First Multifund Advisory Corp., Milton Mound*⁷⁷, iniciado en 1980. FMAC era la sociedad administradora de los fondos *First Multifund for Daily Income (FMDI)* y *First Multifund of America (FMA)* y actuaba, a la vez, como *broker-dealer*. Los

actuados reflejaban claramente que FMAC tenía la responsabilidad de seleccionar, supervisar y administrar la cartera del fondo. Todas las decisiones concernientes a qué activos debían comprarse y cuándo correspondían a Mound y FMAC. Los actuados también revelaban una "estrategia de administración del portafolio que resultó en una tasa de cambio de la cartera de los fondos que excedió, durante 4 años consecutivos, la de cualquier otro fondo en el mercado". Esta práctica generó sustanciales ganancias para FMAC y Mound, en detrimento de los fondos y sus inversionistas.

b. Compras Inducidas

Esta práctica es también conocida como *kickback*. Se trata de un acuerdo entre un *broker* deseoso de ejecutar una orden prioritaria de un cliente importante, y un administrador de carteras, por el cual éste es inducido a comprar un activo específico, a cambio de ciertos beneficios. El efecto dañoso para los inversionistas proviene del hecho de que estas compras de activos no responden a un criterio técnico de mercado, por lo cual la probabilidad de que tales activos no encajen en la estrategia de portafolio del fondo es mayor. El activo puede ser muy riesgoso o muy poco rentable, en comparación con otras alternativas existentes en el mercado. En *U.S. v. Brodsky*⁷⁸, Brodsky fue acusado de ayudar y promover un esquema en el cual se otorgó una compensación ilegal de US\$25,000 al administrador del fondo mutuo *All American Fund Inc.* en conexión con la adquisición de las acciones de *Allied Management and Systems* y *Cassette Sciences Corporation* por dicho fondo mutuo.

c. Descuento por Volumen

El costo de ejecutar una orden no varía en función con el tamaño de la orden, de modo que órdenes grandes generadas por los fondos mutuos son particularmente atractivas. La presencia de economías

⁷³ Ver Contrato de Administración del Wiesefondo.

⁷⁴ La tasa de cambio de cartera es la ratio del costo total de las compras realizadas por el fondo durante un determinado periodo de tiempo y la suma invertida, y puede ser computada de diversas maneras. La determinación de si la tasa es o no excesiva depende de las condiciones del mercado y de los objetivos del fondo.

⁷⁵ El patrón de transacciones de entrada y salida se refiere a la venta de todo o una parte de los activos del fondo, para reinvertir el dinero inmediatamente en otros títulos, que son luego otra vez revendidos.

⁷⁶ Las transacciones cruzadas son aquellas realizadas entre fondos administrados por una misma sociedad administradora. Es una practica muy sospechosa a menos que la sociedad administradora pueda demostrar que los fondos tienen estrategias diferentes y que los títulos eran convenientes para un fondo pero no para el otro.

⁷⁷ Admin. Proc. File No. 3-5881.

⁷⁸ *U.S. v. Brodsky* (Central District of California 77-246). *Securities and Exchange Commission, Litigation Release 8197*. Noviembre 18, 1977.

de escala en las transacciones generadas por el poder de compra masivo de los fondos mutuos sugiere que los *brokers* en un mercado competitivo estarían dispuestos a reducir las comisiones a cobrar a los fondos -un descuento por volumen- para lograr las cuentas. Sin embargo, la mayor parte de los fondos mutuos realizan sus transacciones a través de *brokers* relacionados, y no en el mercado abierto, en el cual podrían negociar el mejor precio con cualquier *broker*. En consecuencia, estos beneficios son recogidos principalmente por las sociedades administradoras y las firmas de intermediación financiera con la cual están vinculados y no por los inversionistas del fondo. La reducción de las comisiones reduciría los costos operacionales del fondo y, por lo tanto, permitiría una mayor rentabilidad de sus inversiones.

Existe jurisprudencia norteamericana que presentan estos hechos. En *Fogel v. Chestnutt*⁷⁹, un inversionista del fondo mutuo *American Investors* demandó a la administración del fondo por incumplimiento de su obligación contractual de negociar un descuento por volumen ante el *broker*, para así reducir el costo de administración del fondo y maximizar el retorno de los inversionistas. La Corte encontró responsable al administrador y ordenó se determine el monto de indemnización a pagar al inversionista.

4. LA REGULACION DEL MERCADO: ALGUNAS CONSIDERACIONES DE POLITICA LEGAL

El análisis desarrollado sugiere que tres tipos de reglas son beneficiosas para el funcionamiento del mercado: reglas que tienden a reducir el costo de obtener información en el mercado, tales como reglas sobre hechos de relevancia y transparencia del mercado; reglas que tienden a facilitar la libertad de contratación, tales como remoción de barreras de la entrada y salida del fondo, que reducen los costos de contratación⁸⁰ y; reglas que incrementan el costo de prácticas oportunistas, tales como la regulación contra *insider trading*, *frontrunning* y otras.

4.1. Reglas de Reducción de los Costos de Información en el mercado

El costo social de la provisión de un bien o servicio se minimiza si se asigna a la parte que puede hacerlo

al menor costo de información. Dado que es menos costoso para la sociedad administradora acceder a información confiable respecto de la *performance* del fondo, es socialmente eficiente obligar a tales empresas a proporcionar información al mercado, en lugar de que cada inversionista indague por su propia cuenta en ejercicio de su derecho de información. La sociedad administradora posee información precisa sobre aspectos claves del manejo del fondo, como cartera de inversiones, políticas de inversiones, nivel de riesgo, estrategia de desarrollo de corto y largo plazo, entre otros, a los cuales sería muy difícil de acceder para los pequeños inversionistas: los inversionistas no podrían involucrarse en las actividades de monitoreo requeridas para obtener dicha información porque sencillamente, no les resulta rentable hacerlo.

En este sentido, la actual regulación del mercado de valores, que incluye disposiciones sobre transparencia y oportunidad en la información a suministrar por las sociedades administradoras, es conveniente. Sin embargo, existe información importante que no es suministrada al mercado en la actualidad, y cuya introducción convendría analizar: información periódica (mensualmente, por ejemplo) sobre el riesgo de la cartera de cada fondo (beta), a fin de que se pueda determinar con mayor precisión la política de inversiones de cada fondo y los cambios en ella. Actualmente no se mide este beta, sino que se controla que la sociedad no invierta el dinero de sus inversionistas en activos de alto riesgo⁸¹, olvidando que el riesgo del portafolio no es igual a la suma de los riesgos de cada activo en particular, sino un índice de correlación entre todos ellos.

No obstante, es discutible que el suministro de información al mercado sea suficiente para asegurar la eliminación de problemas de información asimétrica, pues dada su escasa inversión en un fondo es reducido el interés de cada uno de estos inversionistas por obtener, en forma individual, permanente y confiable, información que le permita evaluar adecuadamente la *performance* relativa del fondo donde ha invertido su dinero. La pasividad racional de los pequeños inversionistas sugiere que aún cuando exista información disponible en el mercado no existe un incentivo suficiente para procesar toda esa información y reaccionar oportunamente a ello⁸². De hecho, esto puede explicar la

⁷⁹ *Fogel v. Chestnutt* y otros. Docket No. 74-2582, No.39. Setiembre, 1975.

⁸⁰ También podría incluirse en esta categoría reglas destinadas para prevenir tácticas defensivas de las administraciones de empresas de accionariado difundido, por ejemplo.

⁸¹ Deben tener una clasificación de riesgo mínima, realizada por una empresa clasificadora de riesgo autorizada.

⁸² Esto es equivalente al concepto de racionalidad limitada desarrollado por Williamson.

ineficacia del mecanismo de "salida" de la transacción para reducir los costos de agencia⁸³. En realidad, el mecanismo de información al mercado opera de manera diferente. Los inversionistas institucionales mantienen equipos especializados encargados de realizar investigaciones exhaustivas y permanentes (*research*) sobre la valuación de los activos bursátiles, y transfieren dicha información al mercado a través de su conducta (compra o venta de activos), que se refleja inmediatamente en el precio del activo, según sugiere la Teoría de los Mercados de Capitales Eficientes⁸⁴. Por ejemplo, es probable que los inversionistas institucionales reaccionen frente a cambios en la regulación que afecten negativamente el flujo de ingresos futuros de una empresa y, por lo tanto, el valor de sus acciones, reacomodando su portafolio: venden activos, con lo cual el precio disminuye, dando al mercado la señal de que ha ocurrido un cambio que ha disminuido el valor del activo. Por el contrario, si el efecto de la regulación es positivo, los inversionistas institucionales tenderán a comprar tales activos, subiendo el precio, informando al mercado que la empresa está atravesando un buen momento. De acuerdo con esta teoría, piedra angular de cualquier política regulatoria de mercados financieros basada en el mercado como mecanismo de asignación de recursos, el precio de

mercado condensa toda la información relevante sobre la empresa, de modo que los pequeños inversionistas no requieren realizar investigaciones por cuenta propia, sino que se basan en el precio de mercado de la acción y en base a él toman sus decisiones de inversión.

Aunque los pequeños inversionistas no están dispuestos a gastar sustanciales cantidades de dinero en monitorear a las sociedades administradoras de sus fondos, tienen un incentivo para reasignar sus inversiones tan pronto como información confiable muestre la mala gestión de la actual administración⁸⁵. Sin embargo, esta resignación *ex-post* no evita los perjuicios causados al inversionista por los costos de agencia. Precisamente la teoría de los mercados de capitales eficientes sugiere que la mala administración de un fondo es información disponible que los inversionistas tomarán en cuenta al momento decidir si comprar o no una participación del fondo. El descuento en el precio que se requeriría para inducir a un individuo a adquirir dicha participación reflejaría los costos de agencia que tendrían que ser asumidos por el inversionista vendedor. Por ello, si bien es una tarea fundamental de CONASEV reducir el costo de obtener información en el mercado sobre la *performance* de los fondos

⁸³ El desarrollo de un marco analítico básico para entender la mecánica de reducción de costos de agencia como una racionalidad para el diseño de una adecuada estructura de gobernanza de organizaciones colectivas, puede ser materia de un estudio aparte. Sin embargo, adelantamos dos conceptos centrales para definir los lineamientos de una tesis a explorar: el acceso a información al menor costo y la libertad de contratación. El primer concepto implica que aquellos individuos que pueden acceder a información relevante a un menor costo están en mejor capacidad para monitorear el comportamiento de los agentes y, por lo tanto, para reducir los costos de agencia. El segundo concepto implica la posibilidad de reasignación de recursos a usos alternativos, una vez que el principal descubra la presencia de costos de agencia significativos. Esta tesis parece ser consistente con la aparición del mercado de fusiones y adquisiciones de empresas (adquisición de derechos de control sobre los activos de la empresa, definido como mayoría de votos en el directorio), mecanismo típico para prevenir el comportamiento oportunista de los administradores de las grandes corporaciones en economías de mercado más desarrolladas: una administración competidora posee ciertas economías de información, en la medida que parte del costo de monitorear la *performance* de firmas rivales debe incurrirse de todas maneras como parte de la estrategia general de la empresa (por ejemplo, información sobre políticas de expansión, fortalezas y debilidades operativas, situación financiera, etc.). Siempre que los beneficios netos de la adquisición sean mayores al costo de identificar potenciales empresas a adquirir y exista una sustancial libertad de contratación de los inversionistas, el mecanismo puede operar fácilmente para producir el desplazamiento de la administración ineficiente y la reasignación de los activos a sus usos más valiosos. El costo de información es reducido en este caso para el inversionista, pues es el competidor quien le suministra información sobre la calidad de la actual administración -vía premio sobre el precio de mercado de la acción que típicamente ofrece el adquirente en un *takeover*- y, por lo tanto, las ganancias de la reasignación de la inversión son inversamente mayores. La libertad de contratación del inversionista asegura que el proceso de reasignación será efectivo, en tanto sólo se requiera su consentimiento. En este esquema, las tácticas defensivas son fácilmente incorporadas al análisis: constituyen barreras a la libertad de contratación de los inversionistas en tanto transfieren poder discrecional desde los inversionistas hacia la administración respecto de la decisión de vender la compañía. La teoría parece también consistente con los casos de contratos relacionales bajo información asimétrica: esto es lo que viene ocurriendo, por ejemplo, en el mercado de telecomunicaciones norteamericano. Las compañías rivales permanentemente informan a los usuarios de la compañía competidora respecto de sus deficiencias, en un esfuerzo por ganar nuevos clientes. La movilidad de los usuarios en este mercado está probablemente mucho más relacionado con estas actividades que con un esfuerzo de monitores propio de los usuarios. La explicación parece directa: los competidores enfrentan menores costos de información.

⁸⁴ La Teoría de los Mercados de Capitales Eficientes, en su versión semi-fuerte, sostiene que cualquier información relevante sobre la empresa, que esté disponible en el mercado se refleja inmediatamente en el precio de sus acciones representativas. Ver ROSS, WESTERFIELD & JORDAN. Op.cit.

⁸⁵ La decisión de monitorear del inversionista depende del costo de obtener información sobre el comportamiento de la administración del fondo, y del beneficio neto esperado de mejorar la *performance* del fondo. Mientras menores sean los costos en los que debe incurrir un inversionista para informarse sobre la administración del fondo, mayores los beneficios de reasignar la inversión y, por lo tanto, la tasa de movilidad de los inversionistas es mayor.

mutuos, ello no es suficiente para proteger adecuadamente a los inversionistas. Se requiere un control de las prácticas oportunistas.

4.2. Reglas para Incrementar el Costo de las Prácticas Oportunistas

En fondos mutuos, como en cualquier relación agente-principal, existe un incentivo del agente de maximizar su propio interés en el desmedro del interés del principal. Sin embargo, en estas organizaciones se presenta un mayor espacio para un comportamiento oportunista del agente, en la medida que problemas de información asimétrica y la naturaleza colectiva de la inversión reducen el grado de control de los inversionistas respecto de las actividades de la sociedad administradora.

El impacto de este problema se ve ampliado por la ineficiencia del organismo regulador del mercado para prevenir y sancionar adecuadamente estas prácticas. El público inversionista siente una gran desconfianza de invertir en bolsa, lo que, a su vez, es un indicador de su percepción de la calidad de la regulación del mercado. Los inversionistas sienten temor de invertir en bolsa, pues estiman que pueden ser estafados o engañados por los intermediarios bursátiles. Ejemplos recientes como el caso de CLAE, Refisa y otros, probablemente asociados a otros casos de quiebras bancarias irregulares están aun frescos en la memoria de los inversionistas, a pesar de que no se tratan de experiencias bursátiles directas, pero que engloban, de hecho, relaciones de agencia.

De acuerdo a una encuesta de opinión pública realizada por la firma Apoyo en octubre de 1995, a una muestra de 508 entrevistados de los niveles socioeconómicos B y C, la capacidad de ahorro/inversión de la gente se estima en un 55%. Sin embargo, de ese 55% solo un 5% está invertido en acciones. La encuesta sugiere que una de las principales razones para ello es el desconocimiento que tienen los inversionistas del mercado de valores, además de la falta de capital. Un 37% no invierte en acciones porque no conoce cómo acceder al mercado o porque no sabe que puede acceder al mismo. Por otro lado, la desconfianza es otro factor que

entorpece el acceso al mercado de capitales, ya que un 28% no compra acciones porque considera que esta compra implica mucho riesgo o porque piensa que experiencias tipo CLAE pueden surgir. Es importante señalar, además, que un 9% manifestó que no compra acciones porque no tiene tiempo para dedicarlo al seguimiento de las acciones.

Esto exige un mayor grado de control del mercado por parte de CONASEV. La CONASEV tiene algunas atribuciones legales diseñadas fundamentalmente para prevenir a las sociedades administradoras de un comportamiento oportunista. Por ejemplo, la regulación contempla la posibilidad de que CONASEV intervenga un fondo mutuo y declare su reorganización e, incluso, su extinción, en caso de que exista alto riesgo de daño a los inversionistas.⁸⁶

Sin embargo, tales facultades no parecen tener un efecto disuasivo importante sobre los agentes, a pesar del riesgo que conllevan. Los agentes no perciben una dedicación del órgano regulador para descubrir y sancionar drásticamente estas prácticas. Polinsky⁸⁷ muestra que los efectos preventivos de una norma legal dependen positivamente tanto de la magnitud de la sanción como de la probabilidad de detección y/o captura. El nivel eficiente de prevención⁸⁸ requiere una combinación de estos dos factores que iguale el costo esperado de la actividad dañosa para el causante, con los daños causados a otros. Si el sistema de control de estas actividades no es óptimo, la probabilidad de captura es baja y el costo enfrentado por el causante al momento de tomar la decisión sobre si realizar o no la acción dañosa, será menor al daño causado. Por lo tanto, parte de los costos que genera su acción será externalizada y la tasa de violación de las leyes será mayor al óptimo social.

El mercado de capitales peruano parece ser un claro ejemplo de esto: en los últimos años ha habido quiebras irregulares de instituciones financieras, cuyos causantes no han sido procesados y, peor aún, los inversionistas o ahorristas nunca recibieron la devolución de su dinero. El efecto de este problema es una disminución de la confianza en las instituciones financieras y, consecuentemente, una disminución de la *ratio* de intermediación financiera en el país.

⁸⁶ Ver artículo 51 de la Resolución CONASEV 543-92-EF/94.10

⁸⁷ Ver POLINSKY, Mitchell. "Introduction to Law and Economics". Cap.10. Little, Brown De. 1989.

⁸⁸ El nivel eficiente de prevención del sistema legal es aquel en el cual, al menor costo posible, disuade a los agentes cuya valoración de una actividad dañosa es menor que el daño que dichas actividades causan a otros, de realizarlas, y permite realizarlas a aquellos cuya valoración es mayor. Ver POLINSKY, M. Op.cit.

La falta de un mecanismo de regulación confiable y rápido aumenta las ganancias del oportunismo, reduciendo el número de transacciones beneficiosas entre los agentes y, por lo tanto, el bienestar social.

4.3. Reglas para Facilitar la Libertad de Contratación

Las actividades de monitoreo y las reglas de información serían inútiles si los inversionistas no reasignaran sus inversiones en función de nueva información disponible. En este sentido, la reducción de los costos de contratación permite una mayor eficiencia en el uso de los recursos, al favorecer una mayor movilidad de las inversiones.⁸⁹ Sin embargo, la actual estructura de remuneraciones de las sociedades administradoras de fondos mutuos incluye una comisión por el rescate de las participaciones y otra por la incorporación a un fondo mutuo, lo que funciona, en la práctica, como una barrera a la salida de los inversionistas, encareciendo el proceso de reasignación de recursos. Esto puede actuar como un desincentivo a los inversionistas para invertir su dinero en bolsa a través de un fondo colectivo. Particularmente, comparado con la alternativa bancaria, en la que no se cobra nada por abrir

una cuenta de ahorros.⁹⁰ La eliminación de estas comisiones podría permitir un desarrollo más fluido del sistema.

5. CONCLUSION FINAL

Si bien es cierto que los fondos mutuos ofrecen grandes beneficios para las partes, y para el desarrollo del mercado de capitales en general, estimamos que la propia estructura organizativa del fondo presenta ciertas características que pueden incidir negativamente en el comportamiento de las sociedades administradoras y, por ende, afectar la confianza que es necesaria para que el público decida invertir masivamente a través de este mecanismo. Este problema es particularmente severo en un mercado como el peruano, que ha sufrido diversas experiencias negativas que han mermado significativamente la confianza de los inversionistas en el sistema financiero y bursátil, y donde todavía no existe una cultura financiera consolidada. Por ello, resulta indispensable que la autoridad regulatoria del mercado tome acciones muy claras para prevenir y/o sancionar conductas irregulares, de modo que aquéllos que incumplan sus obligaciones internalicen correctamente el costo que ello implica para la sociedad.

⁸⁹ Barreras a la salida de la transacción incrementan el costo de reasignación, reduciendo el beneficio neto de reasignar los recursos.

⁹⁰ Asimismo, la sociedad administradora cobra también una comisión por custodia de valores, en una entidad bancaria económicamente vinculada, adicionalmente a la comisión por administración del fondo propiamente dicha.