
Comisiones y educación financiera

José Antonio y Miguel Ángel Herce
17 febrero, 2021

En nuestra entrada “La (buena) competencia” del pasado 13 de enero, ensalzamos las virtudes de la competencia, entendida como competición, en un sistema de libre empresa y lo hacemos en un sentido más filosófico que práctico o empírico¹. Hoy nos sentimos más empíricos que filosóficos y nos adentramos en algunos aspectos de la competencia tales como la libertad de entrada y salida en una industria, y la relacionada ausencia de poder monopolista entre sus participantes. Mas concretamente, nos vamos a centrar en las comisiones que pagan los inversores y ahorradores individuales cuando participan en mercados financieros y cómo aquellas comisiones han evolucionado de ayer a hoy, aquí y allá. Nuestro objetivo es contribuir a la educación financiera de los ahorradores.

Inversores y ahorradores individuales pagan comisiones en mercados financieros cuando, por ejemplo, compran o venden acciones de compañías específicas (a los agentes y bancos intermediarios o *brokers*) o cuando compran participaciones en fondos de inversión (comisiones iniciales, anuales o al liquidar posiciones)². Consideraremos ambas modalidades de comisiones, las que se pagan al comprar y vender acciones y las que se pagan por la administración y gestión de fondos de inversión, y comenzaremos con la explicación de un fenómeno que ha tenido un protagonismo destacado en el comentario financiero reciente, en ambos lados del Atlántico: el caso de las acciones de GameStop

(GME - NYSE), el vendedor de videojuegos, consolas y accesorios mayor del mundo, aunque con muchos problemas recientes debido a su limitada presencia *online*.

¿Qué tienen que ver las comisiones con la mala cabeza de un Fondo de inversión libre?

Para no abrumar a nuestros lectores con tecnicismos, vamos a explicar en clave de humor la desastrosa situación en que ciertos fondos de inversión denominados “fondos de inversión libre” (*hedge fund*, en inglés) se encontraron a finales de enero pasado tras apostar, y perder la apuesta, por un descenso del precio de GME.

Imagínense que mi admirado gemelo es un inversor institucional con un amplio portafolio de acciones, bonos y otras inversiones, entre las que se encuentran acciones de GME. No es proclive a comprar y vender a corto plazo y solo está interesado en mantener sus posiciones a largo plazo.

Imagínense también que yo soy un inversor, pero al estilo de un *hedge fund*, a quien apasiona la idea de comprar y vender en cuanto, gracias a mi exhaustiva y brillante investigación, creo ver una oportunidad de beneficio. Tal es así que estoy convencido de que las acciones de GME están sobrevaloradas y que su precio se desplomará en cosa de días. No tengo ni una acción de GME (ni falta que me hace, dado que su precio va a bajar, ¿no?), pero se me está ocurriendo una idea que puede proporcionar sabrosos beneficios.

Esta idea consiste en pedirle prestadas a mi hermano unas cuantas acciones, pongamos 10.000, de GME y venderlas inmediatamente al precio de hoy, digamos 100 dólares por acción. El millón de dólares resultante (menos una pequeña comisión) lo deposito en mi cuenta corriente y espero tranquilamente a que el precio de GME se desplome en los próximos días.

Supongamos que, efectivamente, al cabo de unos días, el precio de GME ha bajado a 30 dólares. Rápidamente compro 10.000 acciones de GME, por las que pago 300.000 dólares (más una pequeña comisión). Tras esta segunda operación, devuelvo a mi hermano las 10.000 acciones de GME que me prestó hace unos días, además del pago de una pequeña cantidad en concepto de interés por el préstamo, y compruebo que el saldo mi cuenta corriente ha aumentado en casi 700.000 dólares. ¡Bingo!

¿Pero qué sucede si, en contra de mis expectativas, el precio de GME empieza a subir y sigue subiendo durante días, digamos a 120, 150, 200 o hasta 400 dólares? En este caso, las 10.000 acciones que he comprado para devolver a mi hermano costarían más de 1,2, 1,5, 2 o 4 millones de dólares, respectivamente, y me estaría metiendo en un verdadero lío, ya que el millón de dólares que obtuve con la venta de las acciones prestadas es insuficiente, y cada día que pasa más insuficiente, para comprar las acciones que tengo que devolver (mi hermano, que es prudente, me está apretando los machos para que se las devuelva o ponga colateral, pues se ha enterado de lo bullicioso que está el mercado de GME). Las pérdidas en que incurriría en este escenario aumentan con cada subida del precio: 200.000, 500.000, 1 millón o 3 millones de dólares a medida que el precio sube. Ser empecinado en esta situación suele ser una mala decisión.

Este es, en esencia, el aprieto en que los *hedge funds* Citron Capital y Melvin Capital se encontraron

entre el 13 y el 27 de enero pasado, en que el precio de GME subió de 34,40 dólares el día 13 a un máximo de 380 dólares el 27 de enero, día en que dichos *hedge funds* cerraron sus posiciones con pérdidas de miles de millones de dólares. El término “aprieto” es técnicamente adecuado ya que esta operación de tomar acciones prestadas, venderlas y volverlas a comprar para devolverlas se denomina una posición corta (*short sale*) y cuando sale mal quien se mete en ella se encuentra metido en un *short squeeze*³.

Lo muy interesante de este caso es que tras la subida del precio de GME se encontraban innumerables inversores individuales, organizados en una red social (Wallstreetbets, un foro en Reddit) y canalizando sus compras a través de una plataforma para transmitir ordenes gratuitamente (Robinhood), algo que ha sucedido por primera vez, sustentado en parte por los fondos proporcionados por los cheques del estímulo fiscal en los USA para evitar el colapso económico causado por la pandemia. Las lecturas que se han hecho de este episodio han sido múltiples, desde la venganza del inversor individual contra los colosos de Wall Street a la manipulación de los mercados financieros por oscuros intereses, entre otras⁴. Todas estas lecturas tienen su relevancia en los sucesos en torno a GameStop, pero hay una que nos parece ser la más perdurable, facilitando todas las demás y que seguirá teniendo influencia a largo plazo, al margen de los aspectos más o menos románticos o demoniacos.

Nos estamos refiriendo a la influencia que el desarrollo tecnológico está teniendo (siempre lo ha tenido) en cuanto a permitir el acceso a los mercados financieros a cada vez más inversores, fundamentalmente porque reduce los costes de transacción y comisiones que los participantes han de pagar a intermediarios por facilitar transacciones. Los menores costes de transacción benefician a los grandes inversores institucionales (mi hermano) y pueden salir caros a los *hedge funds* (su seguro servidor), además de crear enormes retos a los reguladores (que siempre van a la zaga). Pero también permiten el acceso a inversores individuales a un número de posibilidades de inversión cada vez mayor⁵. Esta reducción de costes e innovación financiera es una de las manifestaciones de la competencia y la reducción de barreras al comercio.

Hemos de decir que la actividad de *short selling* no es necesariamente un intento de manipular el mercado. El análisis que subyace a esta actividad puede poner de manifiesto debilidades y posible fraude que empresas cotizadas en bolsa tratan en ocasiones de ocultar mientras puedan. Y en este sentido, el *short selling* contribuye a que el precio de la acción refleje su verdadero valor. ¿Sabían ustedes que George Soros, ese paradigma de maldad universal entre los amantes de las conspiraciones, adquirió su fortuna apostando, con razón, contra la libra esterlina en 1992, frente a la equivocada posición del Banco de Inglaterra? Soros ganó cerca de mil millones de libras y el Banco de Inglaterra perdió 3.400 millones en la operación⁶. Inversores como Warren Buffet, comprando acciones infravaloradas o como George Soros, vendiendo cuando están sobrevaloradas, contribuyen al mejor funcionamiento del mercado, pero cuando se intenta manipular el mercado a la baja el regulador tiene que estar tan atento como cuando se intenta manipular al alza, como también sucedió en la aventura de GameStop.

Comisiones en fondos de inversión

Es bien sabido que el desarrollo de la industria de fondos de inversión (*mutual funds*, en inglés) ha permitido el acceso de inversores y ahorradores individuales a una enorme variedad de acciones (valores de alta o baja capitalización, valores domésticos e internacionales, en países emergentes, multitud de sectores) y otros vehículos de inversión y ha crecido enormemente desde sus comienzos, tanto en los Estados Unidos como en Europa y otros países desarrollados y emergentes.

Cuando hablamos de fondos de inversión nos estamos refiriendo a la variedad más representativa, en que inversores individuales participan en el fondo de inversión con sus ahorros individuales y no sujetos a las restricciones de liquidez o tratamientos fiscales favorables que caracterizan a otras variedades, tales como los planes de pensiones individuales o de empleo en España o los denominados 401(k) en los Estados Unidos.

En un fondo de inversión tradicional, ya sea del tipo de gestión activa (en el que el *fund manager* persigue una estrategia propia para intentar obtener mejores rendimientos que el baremo, o *benchmark*, por el que se guía el fondo) o pasiva (en el que el fondo invierte exactamente en los valores y proporciones de que está compuesto el índice que se sigue, como el S&P 500, por ejemplo), existen comisiones que se cargan al inversor individual cuando compra o vende participaciones en el fondo, o que se cargan como un porcentaje anual contra el valor de los activos que cada participante posee. En cualquier caso, estas comisiones compensan al gestor del fondo por los costes de administración, gestión e investigación (en caso de fondos activos), y por el coste del capital del gestor (beneficio).

Es muy interesante el comparar la evolución de dichas comisiones, expresadas como un porcentaje anual, a través del tiempo y del espacio, con objeto de observar la fuerza de la competencia a la hora de reducirlas. Dicha comparación nos permitirá, además, profundizar algo más en la difusión de la educación financiera en la que tan interesados estamos.

En los Estados Unidos, la comisión media en fondos de inversión en acciones evolucionó desde el 1,0% en la década de los años 90 y el 0,93% entre 2000 y 2009, hasta un 0,68% entre 2010 y 2019. En España, las comisiones medias de fondos de inversión durante la década de los 90 se situaron en un 2,4% anual y en un 2% entre 2000 y 2009⁷.

Las cifras que comparamos indican que las comisiones medias se han reducido considerablemente tanto en los Estados Unidos como en España, aunque en nuestro país siguen siendo más del doble de lo que son en los Estados Unidos. Indudablemente, la evolución de la competencia y el crecimiento de la industria permite una reducción sostenida de dichas comisiones, lo cual redundará en beneficio de los inversores individuales. En los Estados Unidos, los activos de los fondos de valores eran de 357 mil millones de dólares en 2000 y de casi diez veces más, 3,465 billones de dólares en 2019⁸. Este enorme crecimiento del mercado facilita la reducción de comisiones, al aprovechar las economías de escala correspondientes (por ejemplo, el coste de la gestión del fondo y de la investigación necesaria puede dividirse por una base mucho más amplia).

El impacto de las comisiones sobre el balance de un inversor individual al cabo de un largo periodo de ahorro es muy significativo. Por ejemplo, 10.000 euros invertidos durante 20 años al 6% anual se

convierten en 32.071 euros. Una comisión anual del 2% reduce este balance final a 21.911, es decir 10.160 euros menos. En caso de que las comisiones representen un 1% anual, el balance final sería de 26.533 euros, es decir 5.538 euros menos que la misma inversión al 6% anual, pero sin comisión alguna.

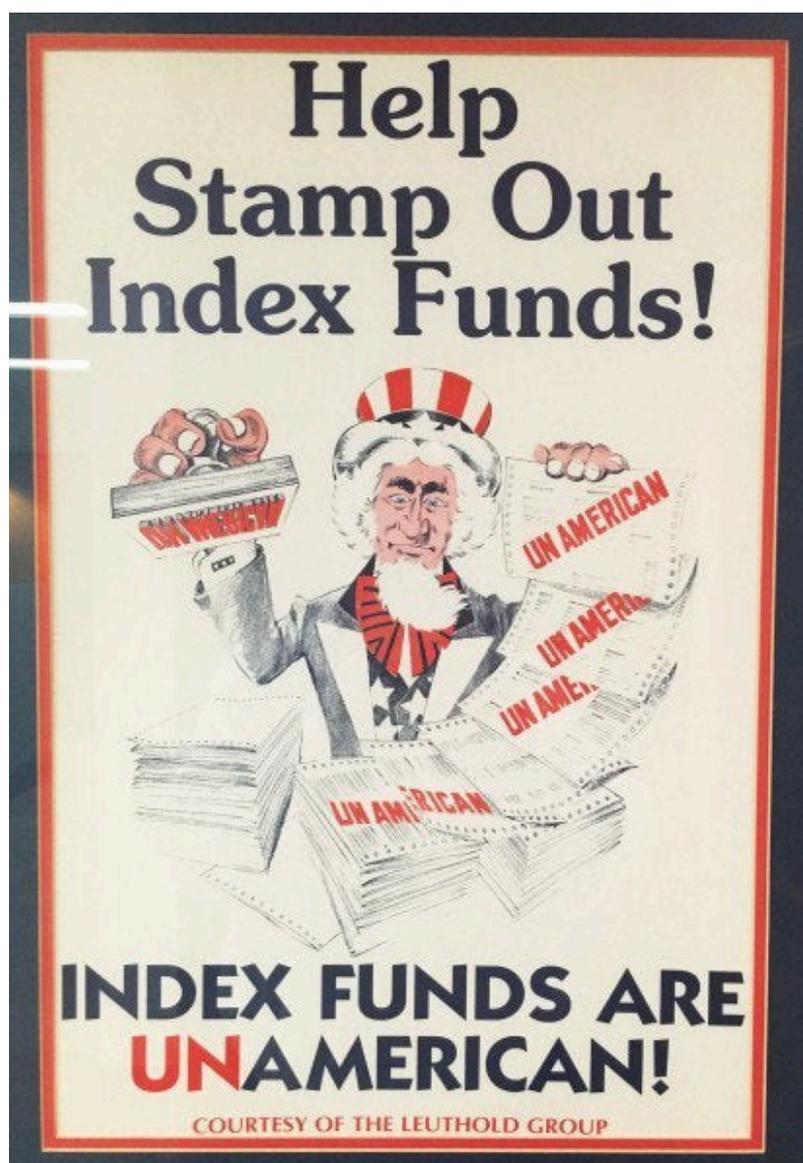
El cálculo anterior nos indica que una inversión al 6% anual en un fondo con comisión del 2% anual produce un balance final, al cabo de 20 años, de 21.911 euros, mientras que la misma inversión en un fondo con comisión del 1% anual produce un balance final de 26.533 euros, es decir 4.622 euros más o, puesto de manera más expresiva... ¡un 21,09% más! Demasiada gasolina para tan poco esfuerzo.

Las comisiones de que venimos hablando engloban en una tasa única (denominada *total expense ratio*, o TER) los gastos de administración, gestión y análisis del fondo de inversión y hay que distinguirlas de las comisiones que pagan a un *broker* quienes desean comprar y vender acciones individuales. Al daño que causan al ahorrador las elevadas comisiones en fondos de inversión se ve aumentado por el que causan la presión a comprar y vender acciones individuales, cuyo efecto disminuye todavía más el rendimiento de dichas acciones.

Y, por si fuera poco, a estas desventajas hay que añadir la disminución de la rentabilidad que resulta de vender y comprar acciones o participaciones en fondos de inversión en el momento equivocado por parte de inversores modestos, muy diferentes de los sofisticados inversores institucionales de los que hablamos en la sección anterior. A diferencia de estos, el inversor individual medio tiende a comprar acciones (o participaciones en fondos de inversión) cuando están subiendo y a venderlas cuando ya han bajado, es decir, reacciona tarde y mal. Una serie de estudios realizados durante décadas en los Estados Unidos viene poniendo de manifiesto cómo el inversor medio puede obtener hasta la mitad del rendimiento que podría obtener, solamente por el hecho de comprar caro y vender barato, justo lo contrario de lo que hace el *smart money*⁹.

El coste de comisiones elevadas es enorme cuando se considera en su totalidad. La tecnología y el aumento de la competencia, en respuesta a una mayor participación de los ahorradores medios en los mercados financieros, crean presiones para que comisiones de todo tipo se reduzcan. Pero son necesarias, además, la acción reguladora inteligente y una mejor comprensión del impacto a largo plazo (20 o más años) que sobre la rentabilidad de las inversiones tienen las comisiones elevadas y el comportamiento irracional.

Terminamos con una anécdota curiosa. Tras el desarrollo de los fondos de inversión pasivos (indexados a un índice bursátil como el S&P 500, por ejemplo), que pueden llegar a tener comisiones tan bajas como 0,10% o 0,15%, se encuentra la pionera figura de John Bogle, creador de Vanguard, y autor de numerosos estudios académicos sobre la maldición de las comisiones elevadas¹⁰. Cuando, a mediados de los años 70, John Bogle introdujo sus fondos pasivos, la industria establecida reaccionó acusando a los índices pasivos de “antiamericanos” (unamerican). Go figure!



¹. <https://www.revistadelibros.com/blogs/una-buena-sociedad/la-buena-competencia>.

². Los grandes inversores institucionales, tales como compañías de seguros, fondos de inversión de planes públicos de pensiones (CalPERS, *California Public Employees' Retirement System*, diferente de la seguridad social americana, maneja activos de 450 mil millones de dólares) o universidades en los USA (los fondos de inversión de las universidades de Harvard o Yale tienen activos de 40 mil y 30 mil millones de dólares, respectivamente) también pagan comisiones cuando compran y venden, pero tienen una estructura muy diferente debido a su tamaño. No trataremos de ellos en esta entrada ya que estamos más interesados en las consecuencias de las comisiones para inversores y ahorradores individuales desde el punto de vista de la educación financiera para la mejor toma de decisiones.

³. Para una excelente descripción del desarrollo de esta crisis, véase: GameStop timeline: A closer look at the saga that upended Wall Street - ABC News (go.com).

4. Un análisis detallado de los diferentes actores se puede encontrar en https://www.theguardian.com/business/2021/jan/29/wallstreetbets-founder-jaime-rogozinski-gamestop-shares-reddit?CMP=Share_iOSApp_Other y <https://www.theatlantic.com/ideas/archive/2021/01/why-everybody-obsessed-gamestop/617857/>.
5. En el proceso de transición hacia un mercado financiero más democratizado se producen accidentes y abusos, por lo que es esencial que la capacidad del regulador crezca en la misma medida. Este es el enfoque del artículo reciente publicado en *The Economist* que, creemos, supera al de muchas otras descripciones casuísticas que se han venido haciendo del fenómeno GameStop: <https://www.economist.com/leaders/2021/02/06/the-real-revolution-on-wall-street?frsc=dg%7Ce>.
6. Véase: <http://streetfins.com/george-soros-and-the-british-pound-short/#:~:text=%20George%20Soros%20and%20the%20British%20Pound%20Short,which%20Britain%20joined%20the%20ERM%20also...%20More>.
7. Para los Estados Unidos, véase: <https://www.ici.org/pdf/per26-01.pdf>, página 3. Para España, véase: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0849.pdf>, página 7. En el caso de fondos de inversión de renta fija las comisiones medias son menores. En los Estados Unidos, pasaron de ser 0,8% en los 90, 0,7% entre 2000 y 2009, y 0,55% entre 2010 y 2019. En España, las comisiones de los fondos de inversión están reguladas de forma que no lo están en los Estados Unidos. Esta regulación pone límites máximos en algunos casos, pero también crea un incentivo para no reducirlas o mantenerlas lo más cerca posible de dichos máximos, un resultado que no favorece la competencia: ¿Qué comisiones se pagan por contratar un fondo de inversión? Suscripción, reembolso, gestión y custodia – Rankia
8. Véase: <https://www.ici.org/pdf/per26-01.pdf>, página 15.
9. Véase: 2017 QAIB Report Advisor Edition 5427 (svwealth.com), página 11.
10. Uno de los artículos más persuasivos y brillantes de John Bogle es “The Relentless Rules of Humble Arithmetics”, *Financial Analysts Journal*, January 2006, que puede accederse en: file:///C:/Users/payom/Downloads/The_Relentless_Rules_of_Humble_Arithmetic.pdf.