

¿SON MIOPE LOS INVERSORES?: OPORTUNIDADES PARA INVERSIONISTAS PACIENTES

Los gestores de activos institucionales enfrentan presiones de evaluación de corto plazo, que los incentivan a evitar posiciones que requieren paciencia. En consecuencia, las acciones con horizontes de propiedad institucional más largos generan retornos futuros significativamente más altos que las de horizonte corto.

Por Francisco Baraño, CFA.

En esta columna se comenta el paper *Exploiting Myopia: The Returns to Long-Term Investing*¹, que analiza cómo el horizonte temporal de los inversionistas institucionales afecta el rendimiento futuro de las acciones

La idea central es que muchos administradores de fondos enfrentan presiones para demostrar resultados en el corto plazo, lo que les dificulta mantener inversiones que puedan atravesar períodos temporales de bajo desempeño.

Cada empresa que cotiza en bolsa termina teniendo, en un momento dado, una mezcla particular de accionistas institucionales: algunos son pacientes (la sostienen muchos trimestres), otros son impacientes (rotan rápido). Esta variación no es aleatoria: revela las fricciones de agencia que sufren los gestores (es decir, revela quién está bajo presión de corto plazo y quién no), ya que la razón por la que un gestor suelta o no una posición está ligada a cómo lo evalúan a él.

La existencia de esta variación en la composición de los accionistas no significa automáticamente que afecte el precio de la acción o los retornos esperados. Podría ser un dato interesante sobre quién posee qué, sin ninguna consecuencia en el precio de la acción.

En un mercado perfectamente eficiente existen arbitrajistas suficientemente hábiles y con suficiente capital como para explotar cualquier desalineación entre precio y fundamentales, incluyendo las que generan los gestores miopes al evitar ciertas acciones. Por lo tanto, esa desalineación desaparecería rápidamente y, una vez que se controla por los fundamentales de la empresa (rentabilidad, valor en libros, etc.), saber quién es dueño de la acción no debería añadir ninguna información sobre el retorno futuro esperado. Toda la información queda reflejada en el precio.

Sin embargo, este escenario no se cumple en la práctica. Como indican Shleifer y Vishny², el capital paciente —el que podría corregir las desviaciones de precio comprando las acciones que los gestores miopes evitan— es escaso. Y, paradójicamente, los propios arbitrajistas que en teoría estarían mejor posicionados para comprar esas acciones infravaloradas también son evaluados por sus propios inversores/jefes con el mismo criterio de corto plazo.

Es decir, no existe un actor "neutral" con bolsillos profundos y paciencia infinita esperando para corregir el precio: casi todos en el sistema están sujetos, en algún grado, a la misma presión de desempeño de corto plazo.

Por lo tanto, las desviaciones de precio generadas por la miopía institucional sí sobreviven, y deberían verse en los precios y retornos esperados.

Los autores analizan el comportamiento de los gestores de inversión y concluyen que los inversionistas que consideran horizontes de inversión más largos obtienen mejores rentabilidades, indicando la posibilidad de generar oportunidades para inversionistas más pacientes en activos con precios incorrectamente castigados.

Para estudiar este fenómeno, los autores construyen una métrica llamada *Horizon*, que mide, para cada empresa, cuánto tiempo llevan sus inversionistas institucionales activos manteniendo sus posiciones. Una empresa con un *Horizon* alto está en manos de inversionistas que suelen mantener sus inversiones durante largos períodos; una con *Horizon* bajo está dominada por capital más impaciente.

Utilizando información oficial reportada a la SEC en formularios 13F desde 1983 hasta 2024, encuentran que las

¹ Jain, Kalash and Jiao, Dian, *Exploiting Myopia: The Returns to Long-Term Investing* (August 04, 2026). Columbia Business School Research Paper No.5464715, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5464715> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5464715>

² Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1):35–55.

empresas con mayores niveles de *Horizon* obtienen rendimientos futuros significativamente superiores.

Un aumento de una desviación estándar en *Horizon* se asocia con aproximadamente 1,62% de retorno anual adicional, incluso después de controlar por factores tradicionales como tamaño, valor, momentum, rentabilidad e iliquidez. No es un efecto menor.

La prima de retorno es más fuerte para acciones que son más difíciles de sostener para gestores de corto plazo:

- muestran alta volatilidad idiosincrática
- han tenido mal desempeño reciente
- la propiedad está concentrada en gestores más jóvenes, que tienen mayor presión de carrera.

Un resultado particularmente interesante es que los autores analizan si la prima se genera simplemente porque los mejores administradores —los más hábiles o pacientes— son quienes compran determinadas acciones, o porque realmente existe una distorsión de precios causada por la presión de corto plazo.

Para separar ambas explicaciones, los autores dividen *Horizon* en dos componentes:

- Entre gestores (*Across-Manager*): Qué tan pacientes son, en promedio, los gestores que poseen una acción específica.
- Dentro del gestor (*Within-Manager*): Dado un gestor específico, ¿mantiene esta acción más tiempo de lo que mantiene normalmente sus otras posiciones?

La diferencia es importante porque si la prima viene del componente 1 (entre gestores), la explicación más natural es que esos gestores pacientes son simplemente más hábiles o tienen mejor información de largo plazo (una historia de "skill", no de fricción). Pero si la prima viene del componente 2 (dentro del gestor), la explicación se ajusta al argumento de miopía: algo en esa acción específica hizo que incluso gestores que normalmente operan con horizontes cortos decidieran mantenerla por más tiempo de lo habitual.

El análisis concluye que la prima de retorno aparece fundamentalmente en el componente *within-manager*. En otras palabras, estas posiciones fueron mantenidas durante más tiempo del habitual para esos gestores, un patrón consistente con la hipótesis de miopía institucional.

Además, los autores explotan el cambio regulatorio de la SEC en 2004, que obligó a los fondos mutuos a divulgar sus carteras trimestralmente en vez de semestralmente. Esta nueva regulación incrementó la supervisión de los gestores y, por tanto, las presiones de corto plazo. Tras el cambio, las empresas más expuestas a esos fondos:

- Vieron disminuir su *Horizon*.
- Experimentaron mayor rotación de accionistas.
- Mostraron indicios de una relación más fuerte entre *Horizon* y retornos futuros.

Estos comportamientos son consistentes con el mecanismo de miopía institucional propuesto.

Finalmente, los autores encuentran evidencia complementaria de que las empresas con accionistas más pacientes tienden a entregar orientación financiera (*earnings guidance*) más frecuente, más precisa y con un horizonte más largo.

La lógica económica es que en una empresa con accionistas impacientes los accionistas están pendientes del próximo trimestre e interesados en preguntas como el próximo cumplimiento del EPS, lo que va a pasar en los próximos tres meses, o por qué bajó el margen este trimestre.

Por el contrario, en una empresa con accionistas pacientes, los inversionistas están más interesados en cosas como las ventajas competitivas, innovación, inversión en I+D, expansión internacional y crecimiento de largo plazo. Por lo tanto, la administración puede comunicar con más comodidad los planes a largo plazo, proyectos que demorarán en generar resultados, y estrategias cuya rentabilidad se materializará más adelante.

De hecho, los autores muestran que este resultado está impulsado principalmente por *guidance* de largo plazo. La evidencia para *guidance* de corto plazo es mucho más débil, lo que resulta consistente con la idea de que los accionistas pacientes favorecen una comunicación más orientada al valor de largo plazo que al desempeño trimestral.

Los autores cierran el paper con tres salvedades importantes para un inversionista que busque aprovechar estas oportunidades:

- No modelan por qué ciertos inversionistas terminan siendo dueños de ciertas empresas. La pregunta que no se responde es si i) las empresas tienen altos *Horizon* porque los inversionistas pacientes las eligieron, o ii) los inversionistas pacientes las eligieron porque ya eran buenas empresas.
- Si bien los autores interpretan el componente *within-manager* como evidencia de fricción de miopía, existen al menos dos explicaciones alternativas que producirían el mismo patrón estadístico:
 - Información específica de la acción: el gestor podría tener información privada o superior sobre esa empresa en particular, no porque sea un inversionista paciente por naturaleza, sino porque, por ejemplo, tiene un analista que

conoce muy bien esa industria, visitó la planta, o detectó un catalizador que el mercado aún no incorpora.

- Ajuste entre el gestor y la empresa: podría existir una relación o afinidad particular entre ese gestor y esa empresa que lo hace mantener esa posición puntual mucho más tiempo, independientemente de cualquier fricción de corto plazo. Por ejemplo, porque el gestor tiene acceso informal a la gerencia, está en el directorio, o la empresa cae exactamente en su nicho de especialización.
- Como la prima es más fuerte en acciones ilíquidas, los costos de transacción podrían reducir el retorno efectivamente implementable.

Para un inversionista fundamental, el resultado más relevante es que la estructura de propiedad puede contener información adicional sobre retornos futuros. No basta con analizar las características de una empresa; también puede ser valioso observar quiénes son sus propietarios y, especialmente, si esos propietarios mantienen la posición durante más tiempo de lo habitual. El paper sugiere que las oportunidades más atractivas podrían surgir precisamente en aquellas acciones que requieren paciencia y que los inversionistas sometidos a presiones de corto plazo tienen dificultades para sostener.