

Serie Policy Briefs N° 2
Exchange Traded Funds (ETFs) vs fondos comunes de inversión
La (breve) experiencia argentina¹

Comité de Advocacy, CFA Society Argentina

Julio de 2022

Resumen ejecutivo

Los “Exchange Traded Funds” (ETFs) surgieron hace algunas décadas como alternativa a los fondos comunes de inversión o “mutual funds”. En los últimos años vienen ganando market share con un crecimiento que supera, no solo al de los fondos, sino también a otros productos financieros tradicionales.

Se popularizó la idea de que los ETFs son una forma más barata de hacer lo mismo que los fondos. Sin embargo, estos productos tienen unas cuantas similitudes, pero también importantes diferencias. Particularmente, los ETFs parecen tener algunos riesgos implícitos que no todos los inversores perciben.

En la Argentina no existen los ETFs, pero sí se pueden comprar ETFs que cotizan en el exterior. Esta operatoria es algo que los fondos no pueden hacer (o tienen muchas restricciones para hacer), dejándolos en inferioridad de condiciones y, más importante aún, generando una situación al menos controvertida con la legislación vigente.

1. Quién es quién y qué hace cada uno

Los ETFs y los fondos comunes de inversión (FCI) son parientes cercanos, pero no son lo mismo. Su estructura es diferente y por ende lo lógico es que satisfagan necesidades distintas, según define Anna Agapova². La gran pregunta que algunos autores se han hecho es si los ETFs son complementarios o sustitutos³ de los FCI. Y la respuesta parece ser: un poco de casa cosa.

¹ El presente documento ha sido elaborado por el Lic. Andrés Borenstein y revisado por miembros del Comité de Advocacy de CFA Society Argentina.

² Anna Agapova, “Conventional mutual index funds vs exchange traded funds, Journal of Financial Markets”, Octubre de 2010.

³ Eli Sherrill y Kate Upton, “Actively managed ETFs vs actively managed mutual funds”, Septiembre de 2017, www.Emeraldinsight.com

Los fondos de inversión conocidos también como fondos mutuos tienen 90 años de historia y en la actualidad manejan a nivel mundial un volumen de 43.8 billones de dólares (trillion en inglés), 80 veces el PBI Argentino, estimado en algo más de 500.000 millones de dólares. Existe una inmensa cantidad de variantes de estos fondos. Desde aquellos que manejan liquidez, bonos soberanos, bonos corporativos, acciones, derivados y diversas combinaciones de dichos productos también con foco en países, regiones, sectores económicos (por ejemplo, activos inmobiliarios) y plazos de maduración. Desde 1972 existen los fondos mutuos que siguen determinados índices conocidos como fondos pasivos.

Existen fondos cerrados o abiertos. En los primeros el capital está fijo y para que un inversor ingrese, otro tiene que salir. Los más comunes son los fondos abiertos en donde el tamaño del fondo depende del monto que los inversores destinen y por ende el capital invertido va cambiando diariamente. Hay fondos que por su naturaleza tienen liquidez diaria y en otros casos los inversores tienen que solicitar su salida con cierta antelación (ventana, en la jerga) dando tiempo al administrador para hacer líquida la parte proporcional que el inversor se lleva.

La idea detrás de la existencia de fondos de inversión es permitir a los inversores que consigan diversificación a bajo costo y al mismo tiempo delegar en profesionales de la industria todo el proceso de selección de activos, ejecución de las operaciones y custodia de las inversiones, despreocupándose de temas como investigación, solvencia de contrapartes, cobros de dividendos, aumentos de capital y otros temas que el inversor común no conoce ni tiene por qué conocer.

Los ETFs existen desde 1993 con cierto volumen (su lanzamiento formal data de 1990 en Canadá). Son en esencia similares a los fondos comunes de inversión en el sentido de que diversifican un portafolio a bajo costo para el inversor, pero tienen algunas diferencias operativas muy importantes. Los ETFs hoy manejan un volumen superior a los 10 billones de dólares (“trillion” en inglés) y existen más de 5.000 ETFs distintos en todo el mundo. Esto es aproximadamente 20 veces el PBI de la Argentina. Esta industria más que duplicó su volumen en los últimos 3 años. Firmas que tradicionalmente se dedicaron a gerenciar fondos comunes de inversión hoy son al mismo tiempo administradoras de ETFs. Los casos de Blackrock y Vanguard son quizás los más sobresalientes de la industria. Blackrock le compró al banco británico Barclays los I-Shares por 13.500 millones de dólares en el 2009 citando que los ETFs eran el futuro de la industria de la inversión.

Para mucha gente los ETFs y los fondos son iguales. En muchos ámbitos se dice que es una forma más barata y eficiente que los tradicionales fondos de inversión. En parte esto es así, pero hay otros temas que merecen consideración. En la práctica da la impresión de que hay una parte de competencia pura en donde los fondos y ETFs son

claramente sustitutos y eso va para los que tienen estrategias pasivas, es decir que no aspiran más que replicar el rendimiento de un índice.

Si bien se suele pensar en los ETFs como vehículos ideales para inversores minoristas, esto no es siempre así. Algunos ETFs usan productos financieros derivados y su resultado coincide con los índices que siguen en momentos de baja volatilidad, pero cuando las aguas se ponen más turbulentas el “tracking” empieza a no ser perfecto. Esto es muy difícil de explicar y procesar para inversores minoristas, de manera que hay todo un grupo de ETFs que en realidad están preparados para inversores sofisticados e incluso institucionales. Aquí es donde quizás los ETFs puedan ser más complementarios que competidores de los fondos mutuos.

La mayor diferencia entre ETFs y fondos es que los precios a los que inversores venden y compran participación en fondos de inversión se determina al final del día. Por su parte, los ETFs tienen formato de acciones y se determinan en cada operación de compra-venta en función de la oferta y demanda de ese minuto de manera que se puede incluso comprar y vender en el día generando un resultado para el inversor. Otra diferencia que puede estar presente en algunos casos es que algunos fondos comunes de inversión tienen montos mínimos de inversión, mientras que en los ETFs al ser asimilables a las acciones, la inversión mínima estará dada por el valor de la unidad, típicamente menos de 100 dólares. Una tercera diferencia es que Los ETFs, así como las acciones, se pueden vender en corto (es decir, vender una participación en la canasta de activos sin haberla comprado previamente), algo que no es posible con fondos mutuos.

Los ETFs han podido replicar casi todos los tipos de fondos comunes de inversión con la excepción de los fondos de liquidez o “money market”. Casualmente en la Argentina los fondos de money market son por lejos los más utilizados, representando alrededor del 50% del stock de dinero bajo inversión por estos vehículos. En la Argentina existen unos 650 fondos comunes de inversión registrados en la Comisión Nacional de Valores que manejan algo más de 4 billones de pesos, aproximadamente 8% del PBI. Son más de 4 millones de cuentas abiertas (no todas fondeadas en la actualidad), pero más del 90% del dinero invertido proviene de personas jurídicas.

2. Riesgo, rendimiento y costos

Los dos tipos de activos permiten al inversor terciarizar en una gerencia profesional el trabajo de diversificar un portafolio sujeto a las restricciones impuestas por el reglamento del FCI o el objeto del ETF. No hacerlo implica para un inversor individual la necesidad de contratar asesoramiento o invertir tiempo propio en análisis para entender como diversificar un portafolio, además de costos de compra y venta de los activos en cuestión. Por otra parte, no diversificar sería una medida subóptima ya que

la teoría financiera hace décadas demostró que se puede reducir el riesgo de un portafolio a través de la diversificación sin sacrificar necesariamente el rendimiento.

Los ETFs no tienen costos explícitos, sino que se trabajan como “expense ratio”, es decir que se deduce el proporcional diario y está ya implícito en el precio del activo. Típicamente los ETFs que siguen estrategias pasivas (simplemente replican un índice de acciones o bonos, por ejemplo) tienen expense ratio bajo, mientras que los ETFs manejados de manera activa suelen cobrar relativamente más.

La remuneración de los fondos varía según el tipo de fondo y el país en cuestión. En los mercados desarrollados puede ser de hasta 1 punto porcentual por año y en algunos casos se carga una comisión de entrada o de salida. Pero el promedio ponderado es mucho más chico que eso. La industria cobra alrededor de 0.1% de costo de operación devengado de manera diaria.

En Estados Unidos y otros países hay temas impositivos que son relevantes a la hora de elegir invertir en fondos o ETFs. Pero estos casos tienen que ver con legislaciones de cada país y el sujeto inversor en cuestión y no tanto por las cualidades de cada uno de los vehículos.

En 2021 los ETFs obtuvieron mejores rendimientos que los fondos comunes en cada una de las categorías (renta fija, renta variable, etc.) de acuerdo con un estudio de Reuters. Sin embargo, cuando se miran flujos, los ETFs obtuvieron más dinero nuevo en vehículos de acciones, pero los fondos mutuos cosecharon mucho más dinero en materia de bonos. La rivalidad no es tan directa como algunos piensan, como si fuera una grieta. Hay muchos administradores de fondos que invierten parte del activo del fondo en ETFs. Más allá de años puntuales, investigadores mostraron que los ETFs que siguen índices pasivos han tenido una pequeña diferencia de rendimiento (negativa) por el ingreso perdido por conservar el cash de los dividendos en acciones⁴.

Algunos autores han señalado que los ETFs agregan riesgo al mercado⁵. El más citado de la literatura proviene del Banco de Basilea (BIS) en un artículo que sostiene que a medida que la industria de los ETFs crece puede ser un importante agregador de riesgo sistémico para el mercado. Los argumentos de Ramaswamy y otros se basan en por ejemplo el uso extensivo de productos “sintéticos” y derivados para replicar índices en lugar de comprar los activos que componen el índice. Esta tendencia es más frecuente en Europa y Asia y aplica entre otros, a ETFs que invierten en mercados emergentes.

Usar estructuras sintéticas tiene dos ventajas: puede ser más efectiva desde el lado de los costos y, en algunos casos, genera sinergia entre las ramas de banca de inversión y

⁴ Ver Elton, Gruber, Comer y Li (2002).

⁵ Por ejemplo, ver Sirchander Ramaswamy, Abril 2011, BIS Working Paper 343

administración de activos de un holding financiero. Pero el problema es que, en escenarios de alta volatilidad, estas prácticas agregan riesgo al mercado. Otros temas surgen de los problemas de transparencia que generan los ETFs apalancados (aquellos que generan el doble o triple de rendimiento respecto a un determinado índice) ya que tienden a ejecutar los derivados financieros para tratar de emular el objeto de inversión a finales del día. Un estudio interesante⁶ publicado en 2016 muestra que, si bien estos ETFs apalancados representan un valor relativamente pequeño del mundo ETF, el volumen de trading es 4 veces superior a su peso relativo.

Otros autores señalan en base a datos muestrales que el uso de ETFs activos no mejoró el rendimiento de los portafolios vis a vis ETFs o fondos de inversión pasivos⁷. Al final del día los inversores en ETFs apalancados no tuvieron mejores rendimientos que quienes invierten en fondos de inversión pasivos. También hay temas de transparencia en este punto. Como los administradores de ETFs pueden usar sintéticos para seguir un índice no tienen la necesidad de comprar las acciones del índice y pueden comprar un portafolio diferente y luego a través de un swap aseguran el retorno con una contraparte, en ocasiones relacionada. Adicionalmente, según un estudio de Cheng, Massa y Zheng, las acciones que si compran los ETFs pueden estar relacionadas con las operaciones de banca de inversión o crédito del grupo económico⁸.

Otros problemas asociados y poco estudiados con los ETFs es el riesgo de contraparte. Según un estudio de Vanguard, el 17% de los ETFs en Estados Unidos y el 69% en Europa están apalancados y por ende necesitan de complejas transacciones financieras, con lo cual, el riesgo de contraparte en los swaps y otros derivados no es menor. Es cierto que algunos ETFs pasivos tienen un pequeño riesgo de contraparte cuando prestan acciones para inversores que deciden ir cortos, pero no parece ser tan grande como el involucrado en los swaps, ni tampoco conllevar un riesgo sistémico.

Finalmente, un artículo de recientemente publicado⁹ muestra que en los países emergentes en donde los ETFs tienen una participación relativamente alta tanto para bonos como para acciones, éstos tienden a amplificar los ciclos económicos globales. La razón es que los ETFs son muy sensibles a las operaciones cross-border vis a vis otros activos y por ende los cambios en los ciclos mundiales exacerbaban la volatilidad de los mercados emergentes en cuestión.

⁶ Shum, Hejazi, Harynato. Intraday share price volatility and leveraged ETF rebalancing, Review of Finance 2016

⁷ Utpal Bhattacharya, Benjamin Loos, Steffen Meyer, y Andreas Hackethal, "Abusing ETFs", Review of Finance, August 2017

⁸ Ver Cheng, Massa y Zheng "The Unexpected Activeness of Passive Investors: A Worldwide Analysis of ETFs", Oxford University Press, Noviembre de 2019

⁹ Converse, Levy Yeyati y Williams "How ETFs amplify the global financial cycle, mayo de 2022

3. ETF versus fondos comunes de inversión en la Argentina

La Argentina no cuenta con ETFs locales. No hay posibilidad de comprar en BYMA un vehículo que siga al índice Merval u otro índice de la bolsa de comercio local. Tampoco se puede comprar un título que siga bonos soberanos en pesos o dólares ni otra clase de bonos, ya sea corporativos o provinciales, por medio de un ETF. Ese trabajo en la Argentina lo hacen los fondos comunes de inversión.

La falta de ETFs es una señal del bajo valor que tiene el mercado de capitales argentino. El volumen de negociación de acciones argentinas está repartido entre la bolsa local y el mercado norteamericano a través de los *American depositary receipts* (ADRs). Tradicionalmente los ADRs se llevaban la mayor parte del volumen negociado en acciones argentinas, pero más recientemente el mercado local emparejó el volumen de negocios. Pero esto es básicamente el resultado de que cada vez menos inversores extranjeros se interesan en activos argentinos. El hecho de que la Argentina ya no sea ni mercado emergente ni mercado de frontera hace que el universo de inversores institucionales en equity se haya acotado a inversores locales y un puñado de inversores internacionales, en ocasiones con beneficiarios argentinos (el efecto del sesgo local o “home bias”).

Lo que sí existe en la Argentina es un vehículo para que inversores locales inviertan en el exterior. Estos vehículos llamados Certificados de Depósito Argentino (Cedears), son certificados de depósito de acciones listadas en el extranjero. Los argentinos que compran estos títulos en pesos pagan aproximadamente el valor del dólar de contado con liquidación. De hecho, cuando el Banco Central restringía la operatoria de bonos se utilizaban una combinación de Cedears y ADRs para estimar el valor del dólar en el mercado. Es decir, la operatoria simula una compra de dólares y en simultáneo comprar una acción cotizante, por ejemplo, en el New York Stock Exchange.

Así se le dio al público inversor argentino la posibilidad de acceder a nombres muy conocidos en el mercado como Apple y Amazon, por señalar sólo dos de ellos. La Comisión Nacional de Valores (CNV), regulador del mercado financiero, autoriza regularmente la cotización de estos certificados de depósito desde hace aproximadamente 25 años¹⁰. Mientras tanto los fondos comunes de inversión no tienen la posibilidad de tener Cedears en las carteras y la inversión en el extranjero está muy limitada a activos que estén listados en bolsas del Mercosur. Los Cedears son emitidos por la Caja de Valores o bancos de inversión que compran los títulos que respaldan el certificado de depósito transado en el mercado local. Es decir, compran títulos de Amazon y venden certificados de tenencia de Amazon a inversores argentinos.

¹⁰ Resolución 291/97 crea los Cedears

La controversia surge a principios del 2022, cuando se autorizó a cotizar Cedears de ETFs. Es decir, a través de un certificado de depósito se puede acceder en el mercado argentino a comprar ya no Amazon o Apple sino el ETF que siga el S&P 500, el Nasdaq 100 o muchos otros. La operatoria como tal no es novedosa ya que los Cedears negocian en bolsas de valores como si fueran acciones. Esto se instrumentó a través de la resolución N° 21577/2022 de la Comisión Nacional de Valores.

Esta medida genera tres problemas. En primer lugar, se le da un poder a los ETFs que los fondos comunes de inversión no tienen. Esto es levantar dinero local para invertir en el exterior generando un efecto “cancha inclinada”.

En segundo lugar, la legislación argentina (ley 24.083 y resolución de la CNV N° 286/96) impide a un fondo del exterior hacer oferta pública en la Argentina. El antecedente de la autorización de un fondo domiciliado en Irlanda en 1996 luego revocada es el precedente más claro. En la práctica un ETF reviste el mismo carácter que aquel fondo irlandés¹¹. Lo que hace el patrocinador de un Cedeear-ETF es beneficiarse de lo que en la jerga se conoce como un arbitraje regulatorio que lógicamente va en detrimento de la eficiencia porque le da un poder de cuasi monopolio para la inversión en el extranjero a través de un vehículo que diversifica profesionalmente su cartera.

El tercer problema es la pérdida de “know how” local. Al darle prioridad de inversión en el exterior a un jugador no registrado, se está menospreciando la infraestructura local, el “know how” del capital humano local y en definitiva achicando el negocio. Esto lógicamente conspira contra el desarrollo del mercado de capitales, un objetivo que todos buscan empujar desde el regulador, los emisores, administradores y el público en su conjunto ya que existe una clara correlación positiva entre desarrollo del mercado y crecimiento económico. Para que se desarrolle el mercado es necesario contar con el capital humano, la infraestructura y la credibilidad.

Más allá de la cuestión jurídica, la más importante de todas, el problema radica en que los ETFs ofrecen un producto muy similar a los fondos comunes de inversión, pero los fondos locales no tienen la posibilidad de diversificar sus carteras internacionalmente. De poder hacerlo, habría una competencia lógica entre ETFs y fondos comunes de inversión como ocurre en cualquier lugar del mundo en donde el inversor tiene ambas opciones y en base a las características de cada uno, cuestiones impositivas o de costos elige uno u otro vehículo. De hecho, la competencia de administradores sería una situación óptima para el inversor argentino. Pero no parece ser la situación planteada al autorizarse Cedears sobre ETF.

¹¹ South American Fund