

Construyendo mejores benchmarks internacionales para empresas small cap

Colaboradores

Phillip Brzenk, CFA
Senior Director
Global Research & Design
phillip.brzenk@spglobal.com

Rachel Du
Senior Analyst
Global Research & Design
rachel.du@spglobal.com

INTRODUCCIÓN

Desde la documentación de la prima de riesgo por tamaño,^a los participantes del mercado han considerado las acciones de baja capitalización (*small cap*) como una clase de activos en sí misma y han comenzado a mantener una asignación independiente dedicada a ellas, separada de las acciones de alta capitalización. En los últimos años, diversos estudios han demostrado que la calidad es el mayor impulsor de los rendimientos en el segmento de baja capitalización.^b

Una investigación de Cliff Asness constató que la variabilidad del efecto de tamaño se debe principalmente al desempeño volátil de las compañías *small cap* con baja puntuación de calidad (acciones basura o *junk*). Cuando se controlan estas acciones, la prima de riesgo por tamaño se vuelve más sólida por naturaleza y se encuentra en diversas industrias y períodos, así como en 23 mercados diferentes.

Con base en la evidencia encontrada en "[A Tale of Two Benchmarks: Five Years Later](#)" y la efectividad en diversas regiones observada en el estudio de Asness, investigamos si el factor de calidad ha obtenido una prima similar en benchmarks internacionales del segmento *small cap*. Probamos diferentes métricas de rentabilidad y observamos que en los universos internacionales de baja capitalización, las empresas que incorporaron las utilidades positivas o mayores tasas de rentabilidad como requisito de inclusión tuvieron un desempeño superior a las carteras sin dichos requisitos. Los resultados fueron consistentes, independientemente de los parámetros de rentabilidad utilizados y de las regiones analizadas.

A fin de capturar las primas por ganancias observadas en los resultados del análisis de los parámetros de rentabilidad, se lanzó la serie de índices [S&P Global SmallCap Select](#) a fines de 2018. Esta serie busca medir el desempeño de compañías de baja capitalización que presentan resultados positivos y que en su mayoría forman parte del universo de selección del [S&P Global BMI](#). Los índices de esta serie representan diversas regiones, incluyendo mercados globales (con y sin EE. UU.), mercados desarrollados

^a Fama y French [1993]

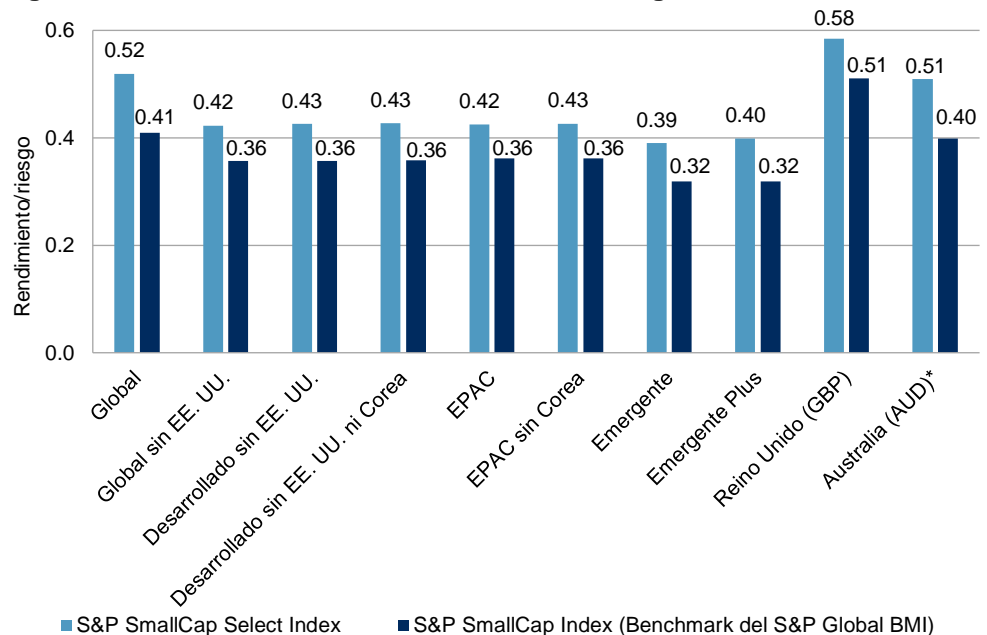
^b Brzenk y Soe [2015] y Asness et al [2018]

sin EE. UU. y mercados emergentes. Adicionalmente, este conjunto de índices proporciona diversos beneficios cruciales en comparación con los benchmarks tradicionales del segmento de baja capitalización, incluyendo mejores rendimientos ajustados al riesgo (ver figura 2), un bajo *tracking error* y una mayor liquidez. Además, observamos que, en comparación con los benchmarks small cap tradicionales, la serie eleva el nivel de exigencia para los administradores activos (ver figura 19).

Los índices de esta serie representan diversas regiones...

... y proporciona beneficios cruciales, incluyendo mejores rendimientos ajustados al riesgo, un bajo *tracking error* y una mayor liquidez.

Figura 1: Relaciones históricas de rendimiento/riesgo



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. *Datos para Australia desde 31 de diciembre de 2002 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD) para todos los índices regionales, excepto para los del Reino Unido y Australia, que se calcularon en libras esterlinas y dólares australianos, respectivamente. Vea la figura 6 para una lista de las regiones cubiertas por la serie. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

PREVISIBILIDAD DEL RENDIMIENTO DE LAS GANANCIAS

Un requisito de rentabilidad, incluso algo tan simple como excluir empresas no rentables según sus ganancias por acción (EPS), podría tener un impacto positivo en los rendimientos de un benchmark internacional de empresas de baja capitalización.

A fin de determinar si la rentabilidad es un impulsor del desempeño en el segmento internacional de baja capitalización, exploramos seis mediciones comunes de rentabilidad. Estas son: las ganancias por acción,¹ rotación de activos, margen de utilidad bruta, rentabilidad bruta, rendimiento sobre activos (ROA) y rentabilidad financiera (ROE).² Comparamos los rendimientos futuros de seis meses de compañías con ganancias (o desempeño superior) y de aquellas con pérdidas (o desempeño inferior).

Un requisito de rentabilidad podría tener un impacto positivo en los rendimientos de un benchmark internacional de empresas small cap.

Para comprobar si las diferencias geográficas influyeron de alguna manera, analizamos las métricas en cuatro universos diferentes: global, global sin EE. UU., desarrollado sin EE. UU. y emergente.

Exploramos seis medidas comunes de rentabilidad para determinar si esta es un impulsor del desempeño.

Mes a mes, clasificamos las empresas en cada universo y las agrupamos en quintiles. Las compañías más rentables se ubicaron en el quintil 1 y las menos rentables en el quintil 5. En el caso de las EPS, dividimos las empresas en dos grupos: compañías con ganancias y compañías con pérdidas. Ponderamos las empresas equitativamente dentro de cada grupo para evitar un sesgo de tamaño y calculamos los rendimientos en moneda local para evitar un cambio en el valor de la divisa debido a su conversión. La figura 3 muestra el promedio de los rendimientos futuros de seis meses de cada métrica entre noviembre de 1999 y abril de 2018.

Los grupos mejor clasificados presentaron mayores rendimientos futuros en todos los universos y métricas.

Figura 2: Resumen de promedio de rendimiento futuro de seis meses

	EPS	ROTACIÓN DE ACTIVOS	MARGEN DE UTILIDAD BRUTA	RENTABILIDAD BRUTA	ROA	ROE
GLOBAL						
Quintil 1	4.54	4.94	4.06	5.16	4.27	4.65
Quintil 2	1.31	5.03	4.42	4.89	4.73	4.85
Quintil 3		4.48	4.27	4.43	4.85	4.47
Quintil 4		3.36	4.59	4.27	4.53	4.14
Quintil 5		2.22	3.05	1.36	1.63	1.70
Q1 - Q2	3.23	2.73	1.00	3.79	2.64	2.95
GLOBAL SIN EE. UU.						
Quintil 1	4.19	4.18	3.71	4.07	3.73	4.33
Quintil 2	1.01	4.44	4.01	4.43	4.33	4.41
Quintil 3		4.24	3.96	4.17	4.46	4.09
Quintil 4		3.39	4.33	4.49	4.51	3.91
Quintil 5		2.57	3.27	1.83	1.78	1.83
Q1 - Q5	3.18	1.61	0.45	2.24	1.95	2.50
DESARROLLADO SIN EE. UU.						
Quintil 1	3.78	3.80	3.20	3.79	3.19	3.68
Quintil 2	0.62	4.16	3.74	4.08	3.90	4.07
Quintil 3		4.13	3.51	3.96	4.05	3.71
Quintil 4		2.50	4.28	3.89	4.07	3.60
Quintil 5		1.96	2.65	1.33	1.33	1.30
Q1 - Q5	3.16	1.84	0.54	2.46	1.86	2.38
EMERGENTE						
Quintil 1	5.56	5.59	5.88	5.83	4.82	6.01
Quintil 2	3.29	6.06	5.77	5.63	5.93	5.87
Quintil 3		5.35	4.99	5.97	5.86	5.23
Quintil 4		5.56	4.82	5.37	6.45	5.08
Quintil 5		4.47	4.87	3.42	3.94	4.28
Q1 - Q5	2.27	1.12	1.01	2.42	0.88	1.73

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. Los datos fundamentales se retrasaron 90 días desde la fecha de referencia. El rendimiento de los índices se basa en el rendimiento total calculado en moneda local. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Estadísticamente, las diferenciales de exceso en el retorno futuro entre el primer y último quintil en los diferentes horizontes temporales fueron considerables.

Los resultados muestran que los grupos mejor clasificados generalmente presentaron mayores rendimientos futuros que aquellos con menor calificación en todos los universos y métricas analizados. El diferencial entre los quintiles 1 y 5 (quintil 1 menos quintil 2 para las EPS) demostró en particular la posible mejora en el rendimiento cuando se elimina la

Todos los indicadores de rentabilidad fueron efectivos en la generación de un desempeño superior al benchmark...

“basura” (quartil 2 para EPS y quintil 5 para el resto). Es posible capturar esta prima de diversas maneras. Una es comprar acciones del quintil 1 y vender acciones del quintil 5 para generar utilidades a partir del spread de rendimiento. Otra forma es simplemente excluir el último quintil de la canasta.

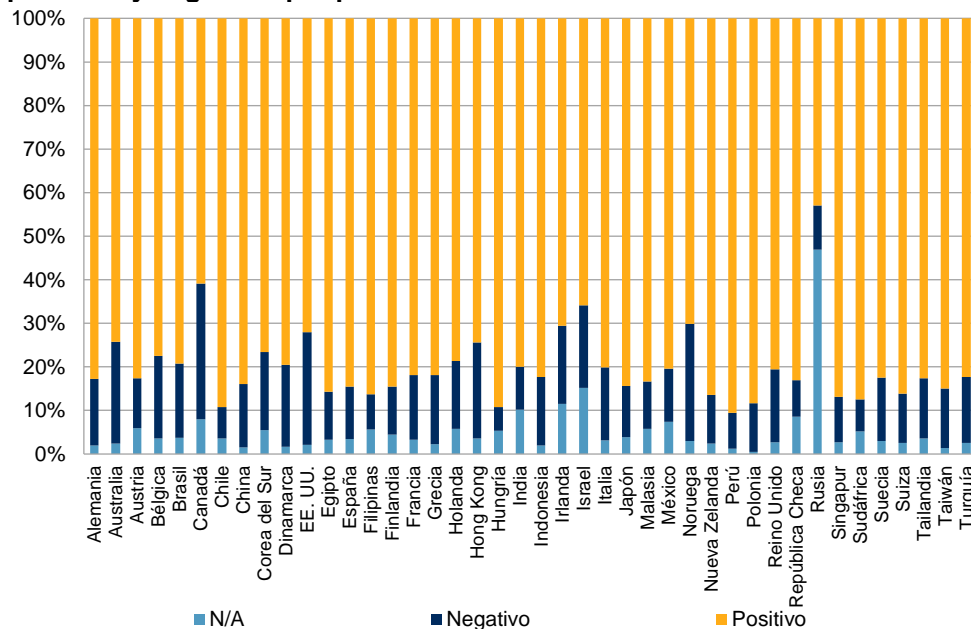
Estadísticamente, los diferenciales de exceso en el retorno futuro entre el primer y último quintil en los diferentes horizontes temporales fueron considerables. La figura A1 del anexo muestra los coeficientes de información y estadísticas t correspondientes a los períodos de 1, 3, 6, 12, 24 y 36 meses en los diferentes universos. Los coeficientes de información positivos indican el posible poder predictivo de las métricas de rentabilidad analizadas. Las estadísticas t fueron importantes para la mayoría de las métricas en los horizontes temporales de largo plazo (igual y superior a seis meses).

... sin embargo, decidimos clasificar las empresas según sus ganancias por acción.

Posteriormente, analizamos la métrica de EPS por país. Si bien todos los indicadores de rentabilidad fueron efectivos en la generación de un desempeño superior al benchmark, decidimos clasificar las empresas según sus ganancias por acción, dado que se trata una métrica intuitiva y se asemeja de manera más fiel al requisito de rentabilidad para inclusión según la metodología de los S&P U.S. Indices.

La figura 3 muestra el porcentaje de empresas small cap de cada país con EPS positivas, negativas o sin información, incluidas en la muestra cada mes. Para que las cifras fueran comparables entre países, la figura 4 incluye solamente los países que formaron parte del universo de selección del S&P Global BMI durante todo el período de análisis. Observamos que, independientemente del país, las empresas de baja capitalización con resultados positivos tuvieron mayor presencia que aquellas con resultados negativos.

Figura 3: Porcentaje de compañías de baja capitalización con resultados positivos y negativos por país



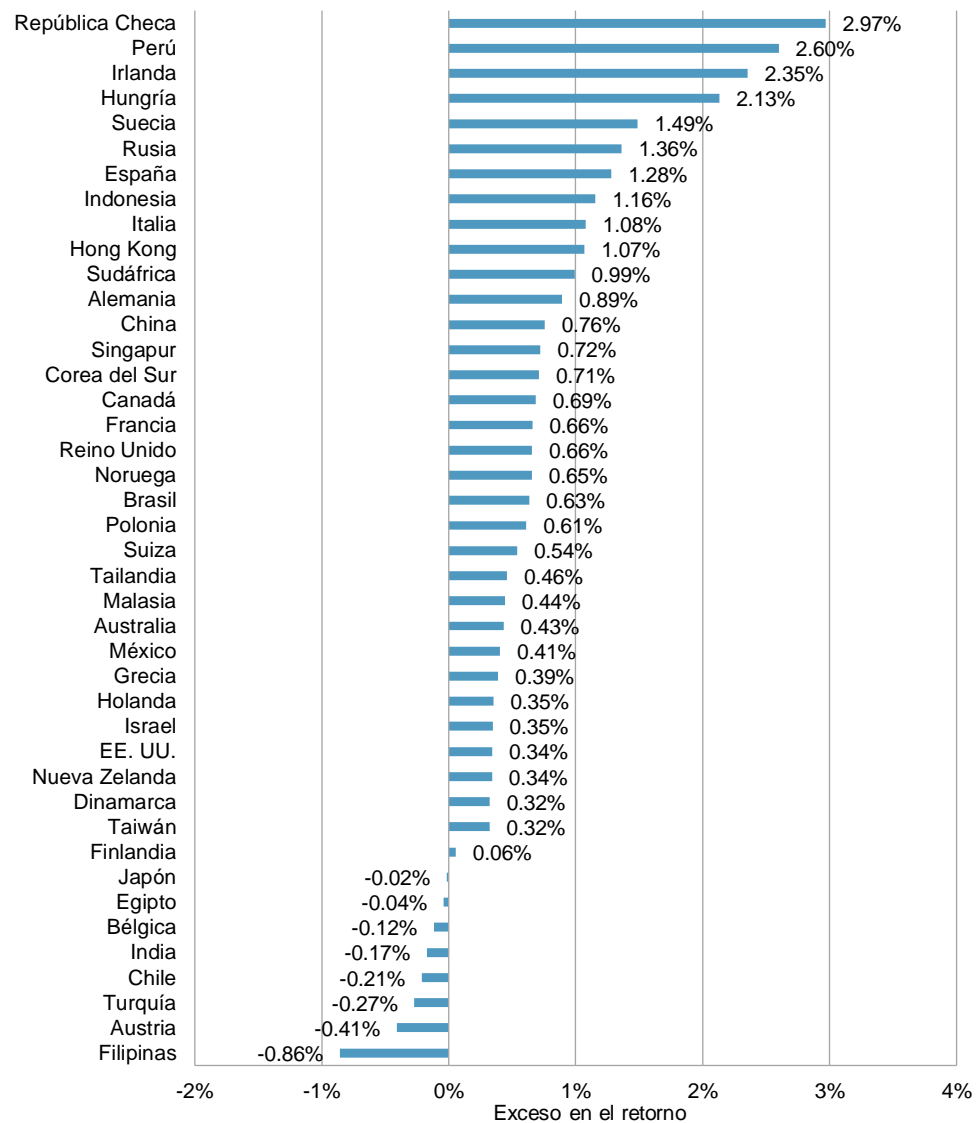
En todos los países, las empresas de baja capitalización con resultados positivos tuvieron mayor presencia que aquellas con resultados negativos.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. Número promedio para el período completo calculado al final de cada mes. Los datos fundamentales se retrasaron 90 días desde la fecha de referencia. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

La figura 4 muestra el promedio de exceso en el retorno de un mes de las empresas con ganancias versus las compañías con pérdidas en cada país del S&P Global BMI. Una vez más, limitamos la inclusión de países a aquellos que formaron parte del S&P Global BMI durante todo el período de análisis (la figura A3 contiene una lista de los países que formaron parte de la serie de índices S&P Global BMI durante un período menor). El período de análisis es idéntico al de la figura 3 y el exceso en el retorno se calcula como la suma promedio de los rendimientos futuros de un mes en moneda local.

Figura 4: Exceso en el retorno de empresas small cap rentables versus no rentables

Las empresas rentables tuvieron un desempeño superior al de las no rentables en 34 de los 42 países dentro del universo del S&P Global BMI...



... sin que se observase una tendencia hacia una región o país específico.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. El rendimiento de los índices se basa en el rendimiento total calculado en moneda local. Número promedio para el período completo calculado al final de cada mes. Los datos fundamentales se retrasaron 90 días desde la fecha de referencia. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

En promedio, las compañías rentables tuvieron un desempeño superior al de las no rentables en más de 80% (34 de 42) de los países dentro del universo del S&P Global BMI. No observamos ninguna tendencia hacia una región o país específico, lo que nos lleva a concluir que el exceso en el retorno de las acciones small cap es posiblemente un fenómeno global.

RESUMEN DE LA SERIE S&P SMALLCAP SELECT

La serie de índices S&P SmallCap Select busca capturar de manera eficiente esta prima por ganancias.

Con base en lo observado en la sección anterior, construimos una serie de índices internacionales para acciones de baja capitalización cuya metodología incluye un filtro de ganancias. La serie S&P SmallCap Select, lanzada inicialmente en diciembre de 2018 y que sumó un conjunto adicional de índices en abril de 2019, busca capturar de manera eficiente esta prima por ganancias. Con la excepción del S&P/ASX Small Ordinaries Select Index, todos los índices de la serie utilizan la clasificación de baja capitalización del universo del S&P Global BMI, abarcando las regiones incluidas en la figura 5.

Figura 5: La serie de índices S&P SmallCap Select y sus benchmarks

BENCHMARK	ÍNDICE S&P SMALLCAP SELECT
S&P Global SmallCap	S&P Global SmallCap Select Index
S&P Global Ex-U.S. SmallCap	S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index
S&P Developed Ex-U.S. SmallCap	S&P Developed Ex-U.S. SmallCap Select Index
S&P Developed Ex-U.S. & Korea SmallCap	S&P Developed Ex-U.S. & Korea SmallCap Select Index
S&P EPAC SmallCap	S&P EPAC SmallCap Select Index
S&P EPAC ex-Korea SmallCap	S&P EPAC ex-Korea SmallCap Select Index
S&P Emerging SmallCap	S&P Emerging SmallCap Select Index
S&P Emerging Plus SmallCap	S&P Emerging Plus SmallCap Select Index
S&P United Kingdom SmallCap	S&P United Kingdom SmallCap Select Index
S&P/ASX Small Ordinaries	S&P/ASX Small Ordinaries Select Index

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

El criterio más importante dentro de la metodología de la serie de índices es la inclusión de acciones según sus ganancias.

El criterio más importante dentro de la metodología de estos índices, y que los distingue de otros benchmarks tradicionales de baja capitalización, es la inclusión y exclusión de empresas con base en sus ganancias. Dado que la métrica de EPS representa de manera más fiel el requisito de ganancias para el [S&P SmallCap 600](#), decidimos usarla del mismo modo en la serie S&P SmallCap Select Index.

Para ser incluidas en la serie de índices, las empresas deben presentar dos años consecutivos de ganancias por acción positivas, a fin de reducir la rotación e identificar compañías con ganancias consistentes.

Para ser incluidas en la serie de índices, las empresas deben presentar dos años consecutivos de ganancias por acción positivas, a fin de reducir la rotación e identificar compañías con ganancias consistentes (es decir, a fin de evitar empresas que en un año registren ganancias insostenibles).^{1, 3} Para reducir el exceso de rotación, los componentes que ya forman parte del índice son excluidos solamente cuando presentan dos años seguidos de resultados negativos.

Para mejorar la comerciabilidad y perfil de liquidez de la serie de índices, las empresas de cada país situadas en el último quintil en términos de capitalización ajustada al capital flotante y liquidez son excluidas de la composición final del índice.⁴ La liquidez se define como la mediana del valor operado diario de los últimos seis meses. Realizar exclusiones dentro de cada país ayuda a minimizar las desviaciones en las ponderaciones del

En general, la serie abarca entre 60%-65% del número de componentes de sus benchmarks.

benchmark. En contraste, eliminar el último quintil de las acciones del universo completo castigaría a países más pequeños (en términos del tamaño de su mercado de valores) y con menor liquidez en comparación con países más grandes.

Esta serie es ponderada por capitalización de mercado ajustada al capital flotante (FMAC, por su sigla en inglés) y rebalanceada semestralmente en junio y diciembre.⁵ Este mecanismo permite que el requisito de ganancias sea el principal impulsor del diferencial de retorno entre los índices y sus benchmarks respectivos.

La figura 6 presenta las características de la serie de índices en cuanto al número de componentes, capitalización de mercado y liquidez en comparación con sus índices de referencia.

Figura 6: Características de los índices de la serie versus su benchmark

ÍNDICE	NÚMERO DE ACCIONES	COBERTURA NÚMERO DE ACCIONES (%)	MEDIANA DE FAMC* (MILLONES)	COBERTURA CAPITALIZACIÓN (%)	MEDIANA DE LIQUIDEZ (MILLONES)
GLOBAL					
Benchmark	8,332	-	358.24	-	1.58
Índice Select	5,014	60.18	583.3	81.52	2.67
GLOBAL SIN EE. UU.					
Benchmark	5,947	-	280.87	-	0.99
Índice Select	3,668	61.68	436.83	81.84	1.61
DESARROLLADO SIN EE. UU.					
Benchmark	3,869	-	355.39	-	1.41
Índice Select	2,375	61.39	555.24	82.94	2.17
DESARROLLADO SIN EE. UU. Y COREA					
Benchmark	3,260	-	433.85	-	1.43
Índice Select	2,065	63.34	644.7	83.93	2.3
EPAC					
Benchmark	3,598	-	346.73	-	1.4
Índice Select	2,242	62.31	539.29	84.06	2.18
EPAC SIN COREA					
Benchmark	2,989	-	430.64	-	1.44
Índice Select	1,932	64.64	631.06	85.19	2.32
EMERGENTE					
Benchmark	2,078	-	206.28	-	0.39
Índice Select	1,293	62.22	277.29	77.79	0.71
EMERGENTE PLUS					
Benchmark	2,687	-	187.43	-	0.56
Índice Select	1,603	59.66	261.5	75.66	0.89
REINO UNIDO					
Benchmark	265	-	1,004.77	-	2.66
Índice Select	166	62.64	1,410.86	80.68	3.97

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos al 31 de diciembre de 2018. Esta tabla posee un fin ilustrativo. *FAMC: capitalización de mercado ajustada al capital flotante.

En términos de cobertura de la capitalización de mercado, el porcentaje de captura de la serie oscila entre 75%-85%.

Los índices tuvieron una mayor mediana de capitalización de mercado ajustada al capital flotante y mayor liquidez que los universos más amplios.

Por lo general, el promedio de ponderaciones de los países dentro de los índices se ha mantenido en consonancia con el de su benchmark subyacente.

En general, la serie S&P SmallCap Select abarca entre 60%-65% del número de componentes de sus benchmarks del S&P Global BMI. No obstante, en términos de cobertura de capitalización de mercado, el porcentaje oscila entre 75%-85%. Considerando que esta serie excluye las empresas del último quintil conforme a su capitalización para mejorar la comerciabilidad de la cartera, los índices presentan una mediana de la capitalización ajustada al capital flotante y de liquidez superiores a la del universo más amplio.

En las siguientes secciones de nuestro artículo, utilizaremos como ejemplo los índices [S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index](#) y [S&P Emerging SmallCap Select Index](#) para ilustrar la comparación entre esta serie y los benchmark convencionales de la serie S&P Global BMI SmallCap.

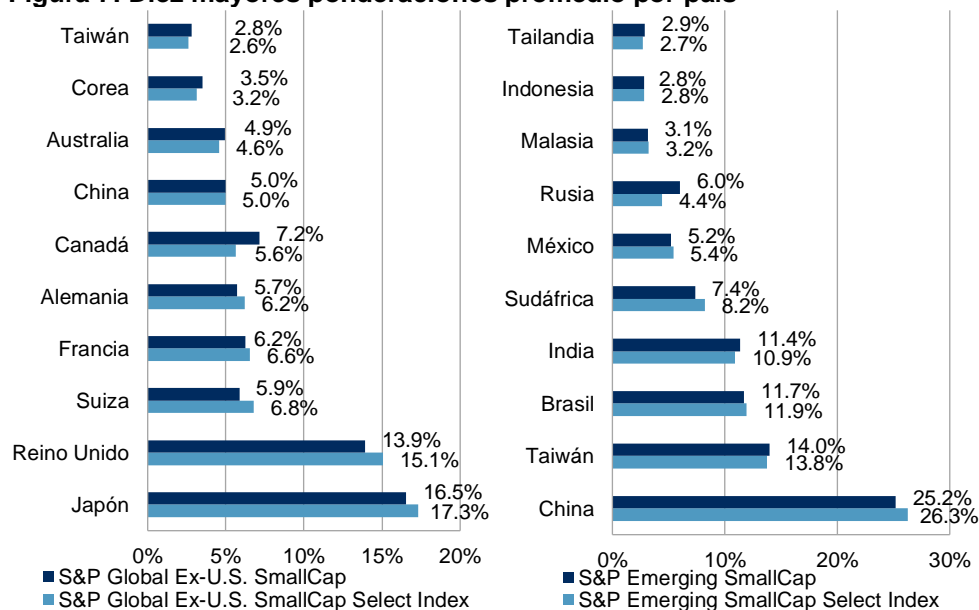
PONDERACIONES POR PAÍS Y SECTOR

En general, el promedio de ponderaciones por país de la serie de índices S&P SmallCap Select se ha mantenido en consonancia con el de su benchmark subyacente y, de ese modo, ha evitado apuestas activas por país (ver figura 7). Entre los 10 principales países del S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index en términos de peso, el mayor diferencial de ponderación se observó en Canadá con un peso promedio de 5.6% frente a 7.2% de ponderación en el benchmark. Este país también presentó un porcentaje excesivo de empresas con resultados negativos en comparación con otras naciones. En el caso de los países emergentes, Rusia presentó la diferencia más significativa en comparación con su benchmark (1.6%).

Entre los 10 principales países de la región “global menos EE. UU.”, el mayor diferencial de ponderación se observó en Canadá...

...país que también presentó un porcentaje excesivo de empresas con resultados negativos en comparación con otras naciones.

Figura 7: Diez mayores ponderaciones promedio por país

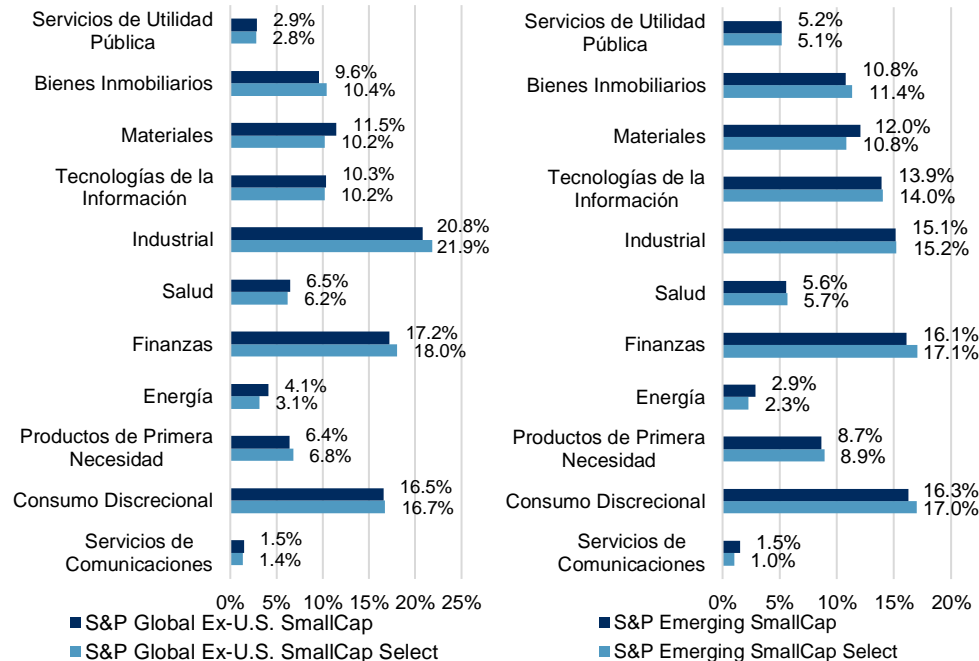


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 22 de junio de 2009 hasta 24 de diciembre de 2018. Estos gráficos poseen fines ilustrativos y reflejan un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Como en el caso de los pesos promedio por país, las ponderaciones sectoriales de la serie S&P SmallCap Select, presentadas en la figura 8, se mantuvieron generalmente en consonancia con las de sus benchmarks.

Figura 8: Promedio de ponderaciones sectoriales

Las ponderaciones sectoriales de la serie S&P SmallCap Select se mantuvieron generalmente en consonancia con las de sus benchmarks.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Promedio a la fecha de rebalanceo desde 22 de junio de 2009 hasta 24 de diciembre de 2018. Estos gráficos poseen fines ilustrativos y reflejan un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante *backtesting*.

En el caso de los índices S&P SmallCap Select, la rotación puede deberse a cambios en los benchmarks subyacentes.

ROTACIÓN

La rotación es un factor importante para la construcción de índices de referencia o benchmarks. En el caso de los índices S&P SmallCap Select, la rotación de cartera puede deberse a cambios en los benchmarks subyacentes, tales como inclusiones y exclusiones. La rotación también se deriva de otros criterios de inclusión y exclusión, como las ganancias, capitalización de mercado y liquidez. La figura 9 muestra la rotación anual histórica de los índices de la serie S&P SmallCap Select y de sus benchmarks correspondientes en los últimos diez años calendario.

La rotación también se deriva de otros criterios de inclusión y exclusión, como las ganancias, capitalización de mercado y liquidez.

La rotación de los índices de la serie Select fue superior a la de sus benchmarks respectivos.

En el caso de la región “Global menos EE. UU.”, el promedio de rotación anual fue de 18.75% para los índices de la serie Select frente a 12.59% de su benchmark.

Figura 9: Rotación anual (%)

AÑO	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP SELECT INDEX	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP	S&P EMERGING SMALLCAP SELECT INDEX	S&P EMERGING SMALLCAP
2009	17.61	11.10	29.00	20.03
2010	22.02	13.41	35.70	23.73
2011	20.23	13.55	31.68	24.64
2012	19.16	12.19	27.60	19.05
2013	20.04	13.41	36.86	29.51
2014	17.83	12.67	29.25	18.75
2015	19.60	14.36	29.16	21.33
2016	15.53	10.98	20.99	15.14
2017	17.07	11.88	26.66	18.46
2018	18.39	12.30	28.94	18.58
Promedio	18.75	12.59	29.58	20.92

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 1 de enero de 2009 hasta 31 de diciembre de 2018. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Naturalmente, la rotación de los índices de la serie Select fue superior a la de sus benchmarks respectivos. En la región “Global menos EE. UU.”, el promedio de rotación anual fue de 18.75% para los índices de la serie frente a 12.59% de su benchmark. Los mercados emergentes presentaron un aumento semejante de rotación, reflejado en el promedio de rotación anual de 29.58% del S&P SmallCap Select Index versus 20.92% de su benchmark.

EXPOSICIONES FACTORIALES

Mediante un modelo de riesgo de factores fundamentales, mostramos el promedio de exposiciones activas de los índices SmallCap Select en comparación con sus respectivos benchmarks durante los últimos diez años. Las exposiciones de estilo de inversión, que fueron calculadas mensualmente, revelaron hacia qué factores los índices tuvieron una mayor tendencia y si tales tendencias se ajustaron al objetivo de la serie de índices.

Figura 10: Promedio de exposición activa a factores

FACTOR	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP SELECT INDEX VERSUS S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP	S&P EMERGING SMALLCAP SELECT INDEX VERSUS S&P EMERGING SMALLCAP
Rentabilidad	0.15	0.13
Rentabilidad de utilidades	0.12	0.12
Tasa de dividendos	0.08	0.09
Crecimiento	0.06	0.09
Tamaño	0.05	0.04
Liquidez	0.03	0.07
Momentum a mediano plazo	0.01	0.04
Apalancamiento	-0.02	-0.04
Sensibilidad a tipo de cambio	-0.03	0.01
Sensibilidad al mercado	-0.04	0.00
Valor	-0.07	-0.05
Volatilidad	-0.08	-0.03

El factor de estilo más relevante para la serie S&P SmallCap Select fue la rentabilidad.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet, Axioma. Datos desde 31 de diciembre de 2008 hasta 31 de diciembre de 2018. Para la comparación del conjunto "Global menos EE. UU.", utilizamos el modelo Axioma World-Wide Fundamental Equity Risk Model MH 4, mientras que para el conjunto "emergente" usamos el modelo Axioma Emerging Fundamental Equity Risk Model MH 4. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Entre todos los factores de riesgo fundamentales, el factor de estilo más relevante para la serie S&P SmallCap Select la rentabilidad. Ambos índices registraron un promedio positivo de exposiciones activas a este factor: el S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index presentó una exposición activa de 0.15, mientras que la del S&P Emerging SmallCap Select Index fue de 0.13.

Los índices presentaron exposiciones activas bastante marcadas a los factores de rentabilidad de las utilidades y tasa de dividendos.

Dado que los índices presentan una inclinación hacia compañías con resultados positivos, también registraron una exposición activa relativamente fuerte hacia la rentabilidad de utilidades (ganancias/precio) y a la tasa de dividendos (dividendo/precio). En general, las empresas con resultados negativos tienen menor capacidad de pago de dividendos. Por lo tanto, si se excluyen estas compañías, aumenta la tasa de dividendos de la cartera en relación con su benchmark. Además, el hecho de excluir empresas no rentables de un benchmark podría generar una mayor rentabilidad de utilidades al modificar el numerador (aumento) y el denominador (disminución).

El impacto de las reglas relativas a la capitalización de mercado y liquidez en las carteras generó una mayor liquidez y tamaño (exposición positiva a los factores de liquidez y tamaño, respectivamente) en estas. El objetivo principal de esta serie de índices es eliminar las empresas no rentables y el análisis de riesgo muestra que la mayor apuesta factorial activa de ambos universos estuvo en el factor de rentabilidad.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

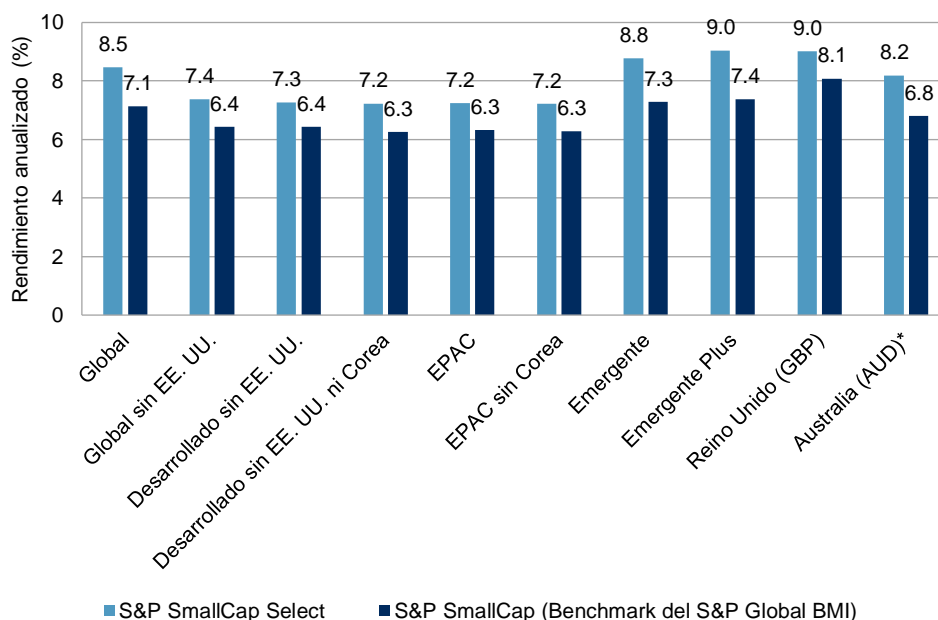
El desempeño histórico ha presentado características de riesgo/rendimiento deseables...

En la presente sección revisaremos el desempeño histórico de los índices S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index y S&P Emerging SmallCap Select Index en comparación con sus benchmarks respectivos. También incluimos los benchmarks de MSCI más relevantes para ofrecer una comparación adicional. El desempeño histórico ha mostrado características de riesgo/rendimiento deseables, como mayores rendimientos a largo plazo, volatilidad reducida y un menor tracking error con respecto a benchmarks tradicionales de S&P DJI para el segmento de baja capitalización.

Si bien solo mostramos un análisis detallado de dos índices de la serie, los resultados fueron similares en las diferentes regiones. La figura 11 resume los rendimientos a largo plazo de la serie S&P SmallCap Select en comparación con sus benchmarks respectivos.

... como mayores rendimientos a largo plazo, volatilidad reducida y un bajo tracking error con respecto a benchmarks tradicionales.

Figura 11: Rendimientos anualizados de largo plazo



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. *Datos para Australia desde 31 de diciembre de 2002 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD) para todos los índices regionales, excepto para los del Reino Unido y Australia, que se calcularon en libras esterlinas y dólares australianos, respectivamente. Vea la figura 6 para una lista de las regiones cubiertas por la serie. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

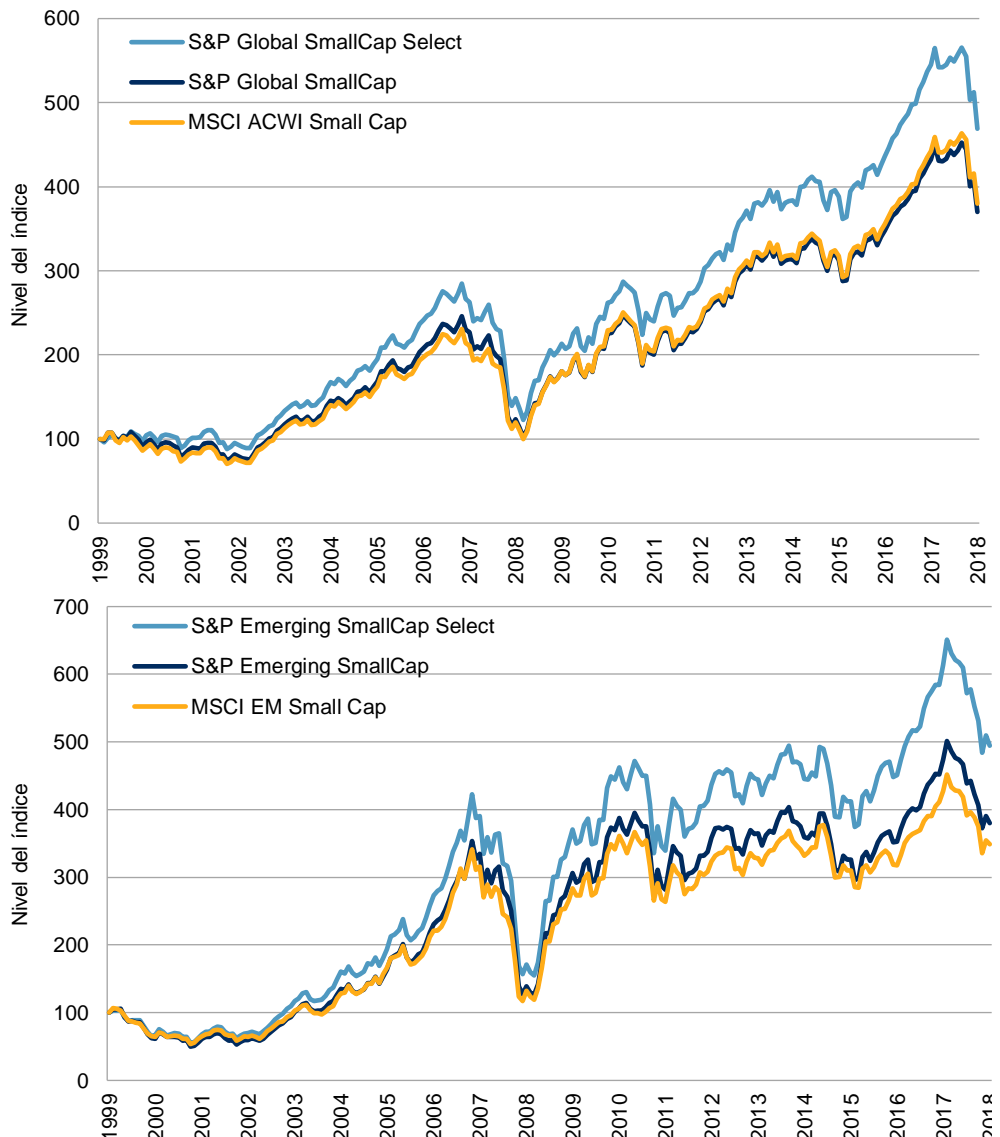
La serie S&P SmallCap Select tuvo un desempeño superior a sus benchmarks en todas las regiones.

Los índices de la serie S&P SmallCap Select superaron a su benchmarks en todas las regiones, con un porcentaje de desempeño superior que osciló entre 0.9% y 1.6% por año durante el período estudiado. El mayor diferencial de desempeño se observó en los mercados emergentes, donde el S&P Emerging SmallCap Select superó a su benchmark en 1.5% por

año y el S&P Emerging Plus SmallCap Select Index (universo de baja capitalización de los mercados emergentes más Corea del Sur) en 1.6%.

Para explorar en mayor profundidad los diferenciales de rendimiento entre los índices de esta serie y los benchmarks de baja capitalización tradicionales, nuevamente nos enfocamos en el análisis de las carteras “Global menos EE. UU.” y “Emergente”. La figura 12 ilustra el rendimiento total acumulado de la serie S&P SmallCap Select, así como el de sus benchmarks de S&P DJI respectivos y de MSCI desde el cierre de 1999 hasta el cierre de 2018.⁷

Figura 12: Comparación de rendimiento total acumulado



El mayor diferencial de desempeño se observó en los mercados emergentes...

... donde los índices Emergente y Emergente Plus superaron a su benchmark en 1.5% y 1.6% por año, respectivamente.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Estos gráficos poseen fines ilustrativos y reflejan un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

La figura 12 demuestra que los índices S&P SmallCap Select superaron a sus índices de referencia a lo largo del tiempo. La figura 13 muestra un resumen del perfil de riesgo/rendimiento en diferentes horizontes temporales.

El S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index tuvo un desempeño superior a los benchmarks de S&P DJI y MSCI en todos los horizontes temporales.

Durante el período de 19 años, el índice superó a los benchmarks de S&P DJI y MSCI en 0.95% y 1.38%, respectivamente.

El diferencial de desempeño fue mayor en los mercados emergentes, donde el índice de la serie Select superó el desempeño de los benchmarks de S&P DJI y MSCI en 1.49% y 1.97%, respectivamente.

Figura 13: Perfil de riesgo/rendimiento

PERÍODO	GLOBAL sin EE. UU.			EMERGENTE		
	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP SELECT INDEX	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALL CAP	MSCI ACWI EX USA SMALL CAP	S&P EMERGING SMALLCAP SELECT INDEX	S&P EMERGING SMALLCAP	MSCI EMERGING MARKETS SMALL CAP
RENDIMIENTO ANUALIZADO (%)						
1 año	-17.88	-18.64	-17.89	-19.47	-19.74	-18.30
3 años	4.66	4.12	4.20	6.26	5.23	3.99
5 años	3.30	2.43	2.33	2.13	0.81	1.26
10 años	10.72	10.06	10.41	11.22	10.58	10.19
15 años	8.42	7.68	7.68	10.04	9.24	8.47
19 años	7.38	6.43	6.30	8.77	7.28	6.80
VOLATILIDAD ANUALIZADA (%)						
3 años	12.54	12.69	12.54	14.77	14.51	14.22
5 años	11.80	12.02	11.89	15.13	14.96	14.11
10 años	16.66	17.09	17.02	20.88	20.88	20.27
15 años	17.72	18.23	18.23	22.70	22.75	22.54
19 años	17.45	17.98	17.99	22.48	22.81	22.14
RENDIMIENTO/RIESGO						
3 años	0.37	0.33	0.33	0.42	0.36	0.28
5 años	0.28	0.20	0.20	0.14	0.05	0.09
10 años	0.64	0.59	0.61	0.54	0.51	0.50
15 años	0.48	0.42	0.42	0.44	0.41	0.38
19 años	0.42	0.36	0.35	0.39	0.32	0.31
TRACKING ERROR CON RELACIÓN A BENCHMARK DE S&P DJI (%)						
3 años	0.92	-	-	0.98	-	-
5 años	0.91	-	-	1.09	-	-
10 años	1.02	-	-	1.35	-	-
15 años	1.07	-	-	1.79	-	-
19 años	1.31	-	-	2.51	-	-

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

El S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index superó a los índices S&P Global Ex-U.S. SmallCap y MSCI ACWI ex USA Small Cap en todos los horizontes temporales analizados. El diferencial de desempeño del índice a largo plazo (19 años) fue de 0.95% en comparación con el benchmark de

Adicionalmente, los rendimientos ajustados al riesgo de la serie S&P SmallCap Select fueron superiores a los de sus benchmarks.

S&P DJI y de 1.38% frente al de MSCI. El diferencial de desempeño por año durante el mismo período fue mayor en el universo de mercados emergentes, donde el índice de la serie Select superó al benchmark de S&P DJI y al de MSCI por 1.49% y 1.97%, respectivamente. Además, los rendimientos ajustados al riesgo de la serie S&P SmallCap Select fueron superiores a los de los benchmarks tradicionales de S&P DJI y MSCI.

La figura 14A muestra los rendimientos totales por año de los índices de la región “Global menos EE. UU.” desde 2000 hasta 2018, y la figura 14B presenta la misma información para los índices de mercados emergentes.

Figura 14A: Rendimientos por año calendario del segmento “Global menos EE. UU.” (%)

AÑO	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP SELECT INDEX	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP	MSCI ACWI EX USA SMALL CAP
2000	-7.24	-12.58	-17.90
2001	-13.73	-14.66	-14.37
2002	-5.22	-6.89	-5.43
2003	51.52	55.01	58.17
2004	30.54	29.28	29.68
2005	22.30	21.99	23.02
2006	31.39	30.83	27.22
2007	11.48	12.37	11.11
2008	-48.03	-49.85	-50.01
2009	53.14	56.84	63.50
2010	21.31	22.95	25.58
2011	-15.32	-17.40	-18.21
2012	22.34	20.35	18.96
2013	22.27	20.71	20.13
2014	-1.57	-3.11	-3.69
2015	4.27	3.09	2.95
2016	4.14	4.56	4.29
2017	34.04	32.71	32.12
2018	-17.88	-18.64	-17.89

En el caso del segmento “Global menos EE. UU.”, el índice de la serie Select superó a sus benchmarks de S&P DJI y MSCI en 14 de 19 años.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Figura 14B: Rendimientos por año calendario de los mercados emergentes (%)

AÑO	S&P EMERGING SMALLCAP SELECT INDEX	S&P EMERGING SMALLCAP	MSCI EMERGING MARKETS SMALL CAP
2000	-32.81	-38.51	-35.40
2001	1.84	0.50	0.45
2002	2.93	-3.14	-1.26
2003	67.04	68.73	60.79
2004	36.97	34.12	25.02
2005	20.05	20.43	29.52
2006	41.45	41.64	32.59
2007	42.82	44.87	42.57
2008	-56.31	-58.47	-58.10
2009	117.10	120.55	114.32
2010	24.86	26.56	27.47
2011	-26.63	-27.35	-26.96
2012	28.66	27.25	22.60
2013	1.83	1.70	1.35
2014	0.18	-1.63	1.34
2015	-7.56	-9.17	-6.57
2016	9.60	8.08	2.56
2017	35.93	34.36	34.22
2018	-19.47	-19.74	-18.30

El S&P Emerging SmallCap Select Index tuvo un desempeño superior al S&P Emerging SmallCap Index en 13 de 19 años...

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

... y al MSCI Emerging Markets Small Cap en 14 de 19 años.

En el caso de la categoría “Global menos EE. UU.”, el S&P SmallCap Select Index superó a sus benchmarks de S&P DJI y MSCI en 14 de 19 años (74%). El S&P Emerging SmallCap Select Index también tuvo un desempeño superior al S&P Emerging SmallCap Index en 13 de 19 años (68%) y al índice de MSCI en 14 de 19 años.

Los índices de la serie SmallCap Select tuvieron mejor comportamiento en períodos de mercado a la baja, cuando un sentimiento de “fuga hacia la calidad” se puede apoderar de los inversionistas (ver figura 15).

El SmallCap Select Indices tuvo mejor comportamiento en períodos de mercado a la baja, cuando un sentimiento de “fuga hacia la calidad” se puede apoderar de los inversionistas.

Figura 15: Índices de éxito y promedio de exceso en el retorno

PERÍODO	S&P GLOBAL EX-U.S. SMALLCAP SELECT INDEX	S&P EMERGING SMALLCAP SELECT INDEX
ÍNDICE DE ÉXITO: MESES CON DESEMPEÑO SUPERIOR AL BENCHMARK (%)		
Todos los meses	55.26	60.09
Meses de mercado al alza	45.52	56.52
Meses de mercado a la baja	69.15	65.56
PROMEDIO MENSUAL DE EXCESO EN EL RETORNO SOBRE EL BENCHMARK (%)		
Todos los meses	0.066	0.109
Meses de mercado al alza	-0.033	0.035
Meses de mercado a la baja	0.206	0.223

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 de diciembre de 1999 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

El S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index superó a su benchmark en 55% de los meses desde el cierre de 1999. El índice usualmente perdió ante su benchmark en períodos de mercado al alza. Sin embargo, lo superó 69% de las veces durante meses de mercado a la baja por un promedio de 0.21% por mes. En cuanto al S&P Emerging SmallCap Select Index, el índice tuvo un desempeño superior a su benchmark sin importar la tendencia del mercado. Notablemente, el índice superó a su benchmark 66% de las veces durante períodos de mercado a la baja por 0.22% en promedio.

El S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index superó a su benchmark en 55% de los meses desde el cierre de 1999.

Utilizamos la atribución de Brinson para descomponer los diferenciales de rendimiento total entre los efectos de asignación y selección, primero agrupados por país y posteriormente por sectores. Realizamos este análisis de manera anual desde el cierre de 2009 hasta el de 2018 e informamos el promedio anual de los efectos. Las figuras 16A y 16B muestran la atribución por país. Para cada índice, se incluyeron los diez mayores países por ponderación al cierre de 2018 y los demás países fueron agrupados en el conjunto “Otros países”.

En el caso del segmento “Global menos EE. UU”, el efecto de asignación representó 0.22% del promedio total de exceso en el retorno...

Figura 16A: Atribución anual por país del S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index (%)

PAÍS	VARIACIÓN EN PESO PROMEDIO (%)	EFECTO DE ASIGNACIÓN (%)	EFECTO DE SELECCIÓN (%)	EFECTO TOTAL (%)
Reino Unido	1.38	0.08	0.08	0.16
Japón	0.62	0.04	-0.05	-0.01
Francia	0.27	0.01	0.06	0.07
Suiza	0.98	0.03	0.01	0.05
Alemania	0.54	0.01	-0.02	-0.00
Canadá	-1.61	0.02	0.09	0.11
Australia	-0.45	0.02	0.09	0.11
China	-0.07	0.00	0.08	0.08
España	0.16	-0.01	0.02	0.01
Holanda	-0.08	0.00	-0.01	-0.01
Otros países	-0.05	0.02	0.22	0.24
Total	-	0.22	0.57	0.80

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 de diciembre de 2009 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

... y nueve de los diez países de la lista presentaron efectos de asignación positivos.

Figura 16B: Atribución anual por país del S&P Emerging SmallCap Select Index (%)

PAÍS	VARIACIÓN EN PESO PROMEDIO (%)	EFECTO DE ASIGNACIÓN (%)	EFECTO DE SELECCIÓN (%)	EFECTO TOTAL (%)
Taiwán	-0.20	-0.04	0.07	0.03
China	0.87	-0.04	0.47	0.43
Brasil	0.25	-0.02	0.24	0.22
Sudáfrica	0.85	0.02	0.07	0.09
India	-0.43	0.03	0.04	0.07
México	0.25	-0.04	-0.11	-0.14
Malasia	0.10	0.00	0.05	0.05
Rusia	-1.41	-0.00	-0.11	-0.11
Chile	0.14	0.00	0.02	0.02
Tailandia	-0.15	-0.00	0.04	0.04
Otros países	-0.00	0.08	0.17	0.25
Total	-	-0.01	0.96	0.94

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 de diciembre de 2009 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

En el caso de los mercados emergentes, el efecto de selección generó un exceso positivo en el retorno, con un promedio de 0.96% por año.

En el caso de la categoría “Global menos EE. UU”, el efecto de asignación representó 0.22% del promedio total de exceso en el retorno y nueve de los diez países de la lista presentaron efectos de asignación positivos. El efecto de selección total también fue una fuente de exceso en el retorno positivo y contribuyó 0.57% de un total de 0.80%. Asimismo, en el universo de mercados emergentes, el efecto de selección generó un exceso positivo en el retorno en comparación con el benchmark, por un promedio de 0.96% por año. El efecto de asignación se mantuvo prácticamente sin variaciones (-0.01%) con un efecto total promedio de 0.94% por año.

Las figuras 17A y 17B muestran la atribución por sector de ambos universos en comparación con los benchmarks de baja capitalización tradicionales de S&P DJI.

En promedio, los efectos de asignación y de selección contribuyeron de manera positiva al exceso en el retorno general de ambos universos...

... y la mayor parte de este se derivó del efecto de selección.

Podemos concluir que el desempeño superior no fue simplemente una manifestación de las apuestas sectoriales activas.

Figura 17A: Atribución anual por sector del S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index (%)

SECTOR	VARIACIÓN EN PESO PROMEDIO (%)	EFFECTO DE ASIGNACIÓN (%)	EFFECTO DE SELECCIÓN (%)	EFFECTO TOTAL (%)
Servicios de Comunicaciones	-0.10	0.00	-0.00	-0.00
Consumo Discrecional	0.45	0.01	-0.03	-0.02
Productos de Primera Necesidad	0.45	0.00	0.00	0.00
Energía	-1.01	0.13	0.17	0.31
Finanzas	0.83	-0.00	0.09	0.09
Salud	-0.20	-0.02	0.04	0.02
Industrial	1.06	0.01	0.16	0.17
Tecnologías de la Información	-0.16	-0.02	0.09	0.07
Materiales	-1.27	0.04	0.08	0.11
Bienes Inmobiliarios	0.20	0.00	-0.00	0.00
Servicios de Utilidad Pública	-0.06	0.00	0.00	0.01
Sin asignar	-0.20	0.02	0.01	0.03
Total	-	0.17	0.62	0.79

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Promedio anual desde 31 de diciembre de 2009 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Figura 17B: Atribución anual por sector del S&P Emerging SmallCap Select Index (%)

SECTOR	VARIACIÓN EN PESO PROMEDIO (%)	EFFECTO DE ASIGNACIÓN (%)	EFFECTO DE SELECCIÓN (%)	EFFECTO TOTAL (%)
Servicios de Comunicaciones	-0.37	-0.01	0.00	-0.01
Consumo Discrecional	0.90	-0.01	0.02	0.01
Productos de Primera Necesidad	0.41	-0.01	0.06	0.05
Energía	-0.49	0.05	0.10	0.16
Finanzas	1.11	0.02	0.14	0.16
Salud	0.28	0.04	0.03	0.06
Industrial	0.08	0.01	0.30	0.31
Tecnologías de la Información	-0.06	-0.06	0.26	0.20
Materiales	-1.19	0.01	-0.21	-0.20
Bienes Inmobiliarios	0.05	0.02	0.00	0.02
Servicios de Utilidad Pública	0.08	-0.00	0.05	0.04
Sin asignar	-0.78	0.11	0.04	0.16
Total	-	0.16	0.80	0.96

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Promedio anual desde 31 de diciembre de 2009 hasta 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

En promedio, los efectos de asignación y de selección contribuyeron de manera positiva al exceso en el retorno general de ambos universos, en

En los universos “Global menos EE. UU.” y “Emergente”, nueve de once sectores generaron un promedio positivo de exceso en el retorno.

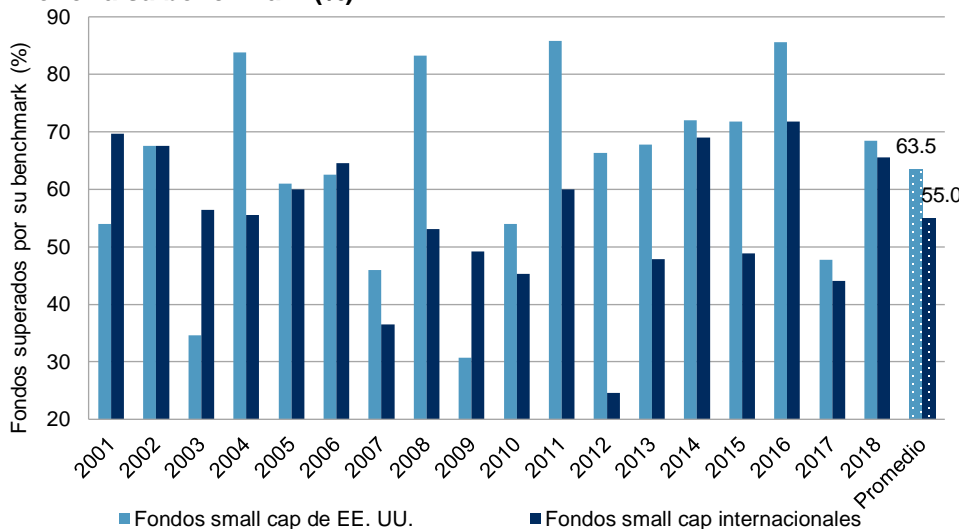
que la mayor parte de este se derivó del efecto de selección. Por lo tanto, podemos concluir que el desempeño superior en comparación con el benchmark no fue simplemente una manifestación de las apuestas sectoriales activas. Igualmente, en el universo “Global menos EE. UU.”, nueve de once sectores generaron un promedio positivo de exceso en el retorno. Servicios de Comunicaciones y Consumo Discrecional fueron los dos sectores que restaron valor al promedio de exceso en el retorno, aunque a niveles ínfimos. En el universo de mercados emergentes, el exceso en el retorno también se mantuvo positivo en nueve de los once sectores, pero en este caso el sector de Materiales fue el que presentó los peores resultados con un promedio de -0.20%.

ANÁLISIS COMPARATIVO DE ESTRATEGIAS ACTIVAS EN SEGMENTO DE BAJA CAPITALIZACIÓN INTERNACIONAL

Las acciones small cap internacionales son un segmento donde se supone que los administradores activos tienen una ventaja para generar alfa en comparación con benchmarks de la industria. De hecho, cuando comparamos el desempeño de los administradores de fondos activos small cap de EE. UU. con el de sus pares a nivel internacional, un porcentaje superior de estos últimos venció a sus benchmarks respectivos la mayoría de los años desde 2001 (ver figura 18). No obstante, una diferencia determinante entre los benchmarks small cap de EE. UU. y los internacionales es que el S&P SmallCap 600 tiene un requisito de ganancias para la inclusión de acciones, mientras que el benchmark internacional no cuenta con tal exigencia.

Las acciones small cap internacionales son un segmento donde se supone que los administradores activos tienen una ventaja para generar alfa en comparación con benchmarks de la industria.

Figura 18: Administradores de fondos de baja capitalización con desempeño inferior a su benchmark (%)



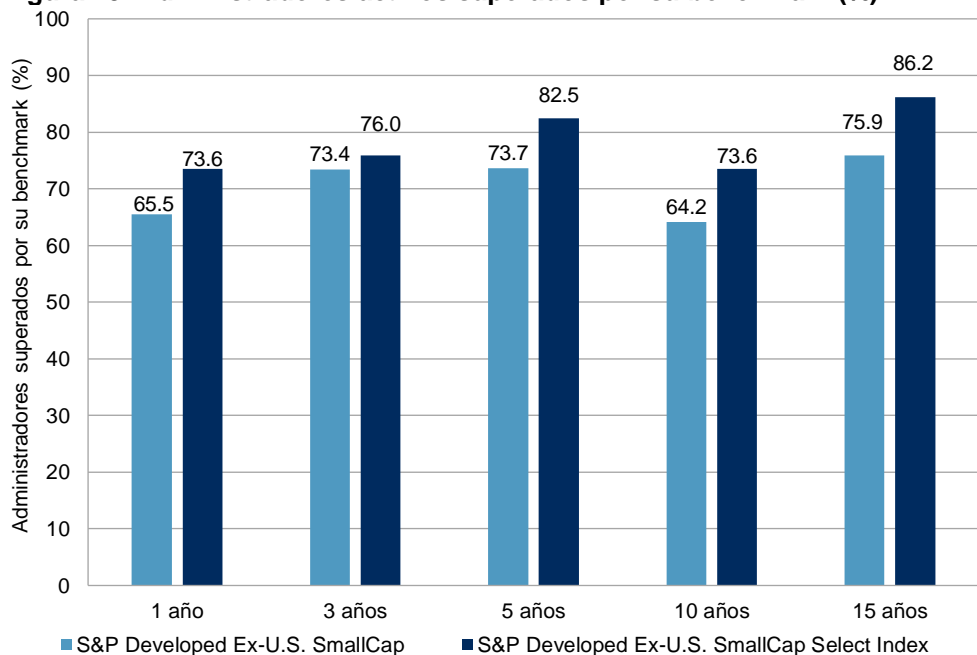
Fuente: [Scorecard SPIVA® para Estados Unidos - Cierre de 2018](#) (en inglés), S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 31 de diciembre de 2018. Los fondos de baja capitalización de EE. UU. fueron comparados con el S&P SmallCap 600, mientras que los fondos internacionales fueron comparados con el S&P Developed Ex-U.S. SmallCap. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

La mayoría de las estrategias activas en el segmento small cap internacional probablemente incorpora alguna forma de medición de calidad en su proceso de selección de acciones.

Sin embargo, la mayoría de las estrategias activas en el segmento small cap internacional probablemente incorpora alguna forma de medición de calidad en su proceso de selección de acciones. Por lo tanto, al comparar el desempeño, tiene sentido usar un benchmark ajustado de manera similar. En la presente sección, revisaremos el desempeño de los administradores activos en comparación con sus benchmarks en la categoría de fondos small cap de renta variable internacional, tanto con un requisito de ganancias como sin requisito. Adicionalmente, observaremos los diferenciales de comisiones de administración entre productos activos y pasivos de la categoría.

Una investigación llevada a cabo en 2019 por S&P DJI^c analizó el desempeño de los administradores de fondos activos de EE. UU. que se enfocan en fondos de baja capitalización internacional en comparación con el benchmark small cap tradicional de S&P DJI y el S&P SmallCap Select Index. La figura 19 muestra los resultados comparativos para el período finalizado al cierre de 2018.

Figura 19: Administradores activos superados por su benchmark (%)



Si bien los administradores activos de fondos small cap internacionales tuvieron un desempeño inferior a los benchmarks tradicionales...

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 31 de diciembre de 2018. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

... un porcentaje aún mayor perdió ante el S&P SmallCap Select Index.

Los resultados destacan que, si bien los administradores activos de fondos small cap internacionales tuvieron un desempeño inferior a sus benchmarks small cap tradicionales, un porcentaje aún mayor perdió contra el S&P SmallCap Select Index, sin importar el horizonte temporal.

^c Preston [2019]

Por ende, la serie de índices S&P SmallCap Select, que comparte con el S&P SmallCap 600 el requisito de ganancias para la inclusión de empresas, aumenta el grado de dificultad para los fondos activos.

Para las clases de acciones principales, la tasa de gastos de los fondos pasivos fue casi un punto porcentual inferior al promedio en comparación con los fondos mutuos minoristas.

La figura 20 examina las tasas de gastos de los ETFs y fondos mutuos de EE. UU. enfocados en acciones small cap internacionales y los divide en pasivos y activos. Para los fondos mutuos activos, separamos las clases de acciones entre institucionales y minoristas. Las tasas de gastos se informan en primer lugar sobre un promedio de la clase de acciones principales de cada fondo y estas últimas se determinan de acuerdo al tamaño de sus activos netos. La segunda columna muestra el promedio ponderado de la tasa de gastos, que incluye todas las clases de acciones de un fondo, ponderadas por sus activos netos.

Figura 20: Promedio de tasa de gastos de fondos activos y pasivos de baja capitalización internacional

CATEGORÍA	TASA DE GASTOS PROMEDIO – CLASES DE ACCIONES PRINCIPALES (%)	PROMEDIO PONDERADO DE TASA DE GASTOS – TODAS LAS CLASES DE ACCIONES (%)
ETFs y fondos mutuos pasivos	0.28	0.28
Fondos mutuos activos minoristas	1.26	1.21
Fondos mutuos activos institucionales	1.05	0.71

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, Morningstar. Datos con fecha de 30 de abril de 2019. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Observamos que, para las clases de acciones principales, la tasa de gastos de los fondos pasivos fue casi un punto porcentual inferior al promedio en comparación con los fondos mutuos minoristas (0.28% versus 1.26%). Los fondos activos institucionales, que generalmente poseen mayores umbrales de inversión, tuvieron tasas de gastos previsiblemente inferiores a los de sus contrapartes minoristas, pero que aún fueron superiores a las de los fondos pasivos. El administrador de fondos activos promedio de la categoría de baja capitalización internacional no consiguió superar a su benchmark tradicional ni al índice con filtro de ganancias, al tiempo que también cobró comisiones de administración significativamente más altas. Por lo tanto, la serie de índices S&P SmallCap Select puede proporcionar alternativas pasivas apropiadas a la gestión activa para inversionistas que buscan obtener exposición a las acciones small cap internacionales.

Los índices han demostrado generar exceso en el retorno positivo en diversos universos internacionales...

... y pueden proporcionar alternativas pasivas apropiadas a la gestión activa.

CONCLUSIÓN

De manera análoga a la conocida prima de calidad en el segmento de baja capitalización de Estados Unidos, la serie S&P SmallCap Select incorpora una medida de rentabilidad para capturar una prima similar en el universo small cap a nivel global. El simple hecho de excluir empresas no rentables puede generar exceso en el retorno positivo en comparación con los benchmarks tradicionales para el segmento de baja capitalización, como lo demuestra la metodología simple y transparente de esta serie. En los diversos universos internacionales, los índices de la serie S&P SmallCap Select proporcionaron un desempeño anual superior a los benchmarks tradicionales, que osciló entre 0.9% y 1.6% (ver figura 12). Incluso tras eliminar las empresas de menor tamaño y liquidez, la serie de índices consiguió mantener una cobertura de 75%-85% de la capitalización de mercado con respecto al benchmark sin una rotación significativamente elevada. Los índices se pueden utilizar en vehículos de inversión pasiva o como benchmarks para estrategias activas.

ANEXO

Figura A1: Coeficientes de información (CI) de exceso en el retorno y estadísticas t (Est-t)

MEDIDA	1 MES		3 MESES		6 MESES		12 MESES		24 MESES		36 MESES	
	CI	Est-t	CI	Est-t	CI	Est-t	CI	Est-t	CI	Est-t	CI	Est-t
GLOBAL												
EPS	0.04	3.53***	0.06	5.13***	0.08	6.98***	0.10	8.98***	0.12	10.37***	0.13	10.44***
Rotación de activos	0.02	1.83*	0.03	2.64***	0.04	3.42***	0.05	4.4***	0.07	5.74***	0.08	6.32***
Margen de utilidad bruta	0.02	1.36	0.02	1.86*	0.03	2.06**	0.03	2.04**	0.03	2.41**	0.03	2.19**
Rentabilidad bruta	0.03	2.72***	0.05	3.91***	0.06	4.87***	0.07	5.84***	0.09	7.20***	0.09	7.36***
ROA	0.03	2.77***	0.04	3.77***	0.06	4.75***	0.07	5.69***	0.08	6.69***	0.08	6.87***
ROE	0.03	2.83***	0.05	3.95***	0.06	5.08***	0.07	6.2***	0.08	6.85***	0.08	6.72***
GLOBAL SIN EE. UU.												
EPS	0.04	2.93***	0.06	4.03***	0.07	5.1***	0.09	6.37***	0.10	7.33***	0.10	7.17***
Rotación de activos	0.02	1.34	0.03	1.93*	0.03	2.47**	0.04	3.15***	0.05	4.01***	0.06	4.21***
Margen de utilidad bruta	0.01	0.99	0.02	1.34	0.02	1.52	0.02	1.53	0.03	1.83*	0.02	1.66*
Rentabilidad bruta	0.03	1.89*	0.04	2.64***	0.05	3.24***	0.05	3.87***	0.07	4.75***	0.06	4.69***
ROA	0.03	2.14**	0.04	2.68***	0.04	3.02***	0.05	3.34***	0.05	3.84***	0.05	3.71***
ROE	0.03	2.41**	0.04	3.15***	0.05	3.68***	0.06	4.23***	0.06	4.56***	0.06	4.29***
DESARROLLADO SIN EE. UU.												
EPS	0.04	2.67***	0.06	3.65***	0.08	4.63***	0.10	5.86***	0.11	6.75***	0.11	6.60***
Rotación de activos	0.02	1.17	0.03	1.74*	0.04	2.28**	0.05	2.99***	0.06	3.86***	0.07	4.20***
Margen de utilidad bruta	0.01	0.77	0.02	0.98	0.02	1.14	0.02	1.25	0.03	1.72*	0.03	1.68*
Rentabilidad bruta	0.03	1.52	0.04	2.1**	0.04	2.65***	0.05	3.29***	0.07	4.25***	0.07	4.34***
ROA	0.03	1.94*	0.04	2.44**	0.05	2.76***	0.05	3.12***	0.06	3.58***	0.06	3.43***
ROE	0.03	2.12**	0.05	2.78***	0.05	3.25***	0.06	3.74***	0.07	4.02***	0.06	3.71***
EMERGENTE												
EPS	0.03	1.21	0.05	1.62	0.05	1.97**	0.07	2.36**	0.08	2.80***	0.08	2.87***
Rotación de activos	0.02	0.60	0.02	0.77	0.02	0.92	0.03	1.16	0.04	1.54	0.04	1.61
Margen de utilidad bruta	0.02	0.65	0.03	0.97	0.04	1.11	0.04	1.06	0.03	0.86	0.03	0.72
Rentabilidad bruta	0.03	1.10	0.05	1.55	0.05	1.84*	0.06	2.1**	0.07	2.34**	0.07	2.32**
ROA	0.03	1.00	0.03	1.19	0.04	1.26	0.03	1.18	0.04	1.31	0.03	1.14
ROE	0.04	1.26	0.05	1.59	0.05	1.8*	0.06	2**	0.06	2.12**	0.06	1.92*

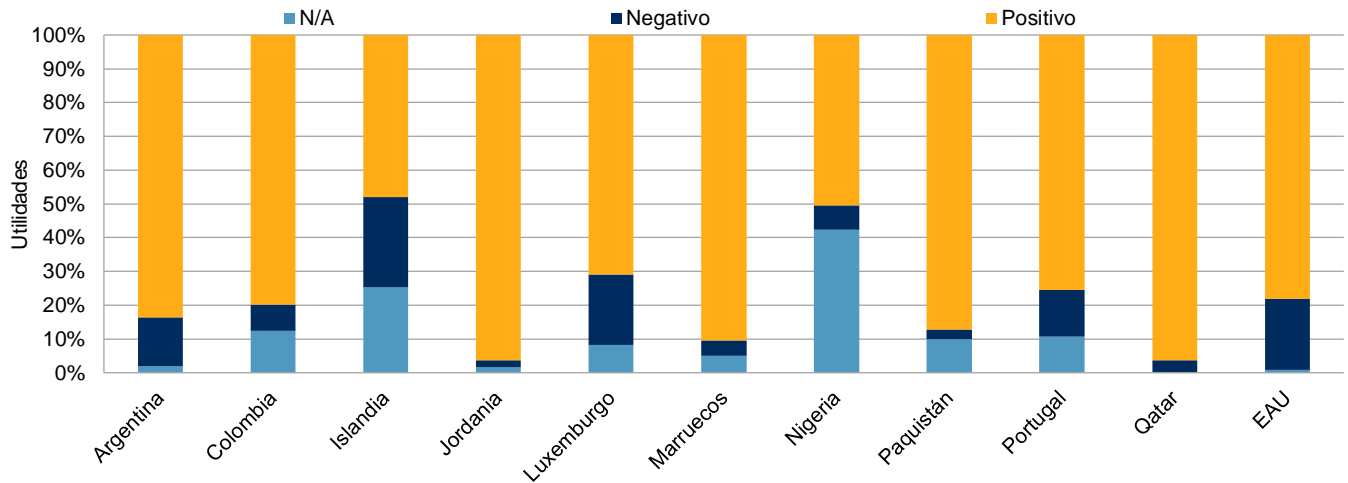
*** Relevancia estadística a .01

** Relevancia estadística a .05

* Relevancia estadística a .10

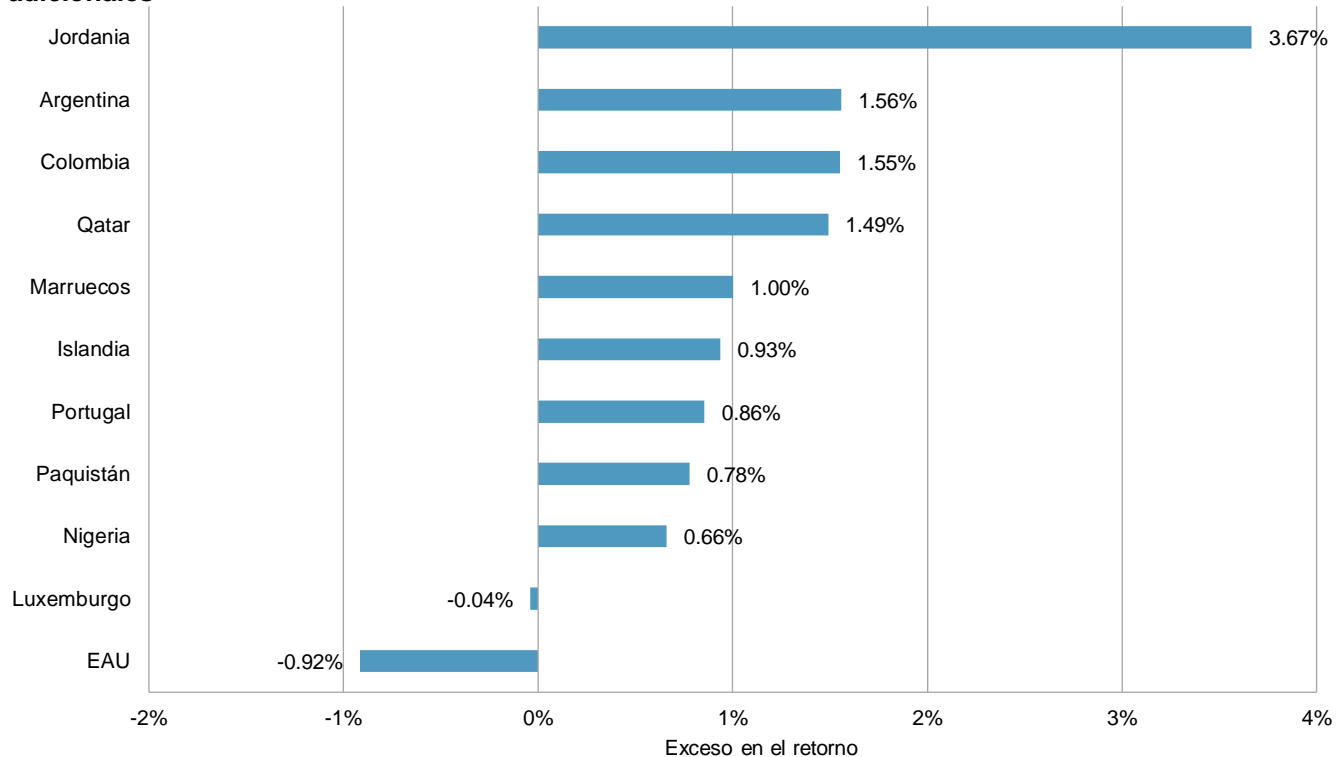
Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. El rendimiento de los índices se basa en el rendimiento total calculado en moneda local. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Figura A2: Porcentaje de compañías de baja capitalización con resultados positivos y negativos por país – países adicionales



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. Número promedio para el período completo calculado al final de cada mes. Los datos fundamentales se retrasaron 90 días desde la fecha de referencia. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Figura A3: Exceso en el retorno de empresas small cap rentables versus no rentables – países adicionales



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 30 de noviembre de 1999 hasta 30 de abril de 2018. Sin embargo, el período para cada país depende de cuándo fue incluido en la serie S&P Global BMI, incluyendo múltiples períodos no consecutivos. El rendimiento de los índices se basa en el rendimiento total calculado en moneda local. Número promedio para el período completo calculado al final de cada mes. Los datos fundamentales se retrasaron 90 días desde la fecha de referencia. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

NOTAS FINALES

1. En el caso de los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REITs), si se encuentran disponibles, se utilizan los fondos de las operaciones en lugar de las ganancias por acción (EPS).
2. Definición de parámetros: EPS es la utilidad neta del último ejercicio fiscal dividido por sus acciones en circulación; rotación de activos es el valor de las ventas netas dividido por el promedio de activos totales; el margen de utilidad bruta es el ingreso bruto dividido por las ventas netas; la rentabilidad bruta es el ingreso bruto dividido por los activos totales; ROA es el ingreso bruto dividido por el total de activos de los últimos dos ejercicios fiscales; y, ROE es el valor de EPS de los últimos 12 meses dividido por el valor contable por acción.
3. Un año es definido como los últimos 12 meses desde la fecha de referencia de rebalanceo para empresas y países donde esta información esté disponible. Si no hay datos de los últimos 12 meses para una empresa, entonces se utilizan las utilidades anuales en su lugar.
4. Cabe notar que esta regla no es válida para el S&P/ASX Small Ordinaries Select Index.
5. El S&P/ASX Small Ordinaries Select Index sigue un calendario diferente para sus rebalanceos, los que se realizan de manera semestral en marzo y septiembre.
6. Los universos de países emergentes de S&P DJI y MSCI varían con el tiempo. En especial, Corea del Sur es clasificada como mercado desarrollado por S&P DJI, mientras que MSCI la clasifica como emergente. Si bien esto hace que la comparación no sea completamente equivalente, el S&P Emerging Plus SmallCap Select Index, que añade Corea del Sur al índice de mercados emergentes, ha tenido un desempeño histórico superior al del S&P Emerging SmallCap Select Index tanto en términos absolutos como en comparación con el benchmark.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Asness, C., A. Frazzini, R. Israel, T. Moskowitz, y L. Pedersen (2018). "[Size matters, if you control your junk](#)". *Journal of Financial Economics*. 129: 479-509.

Brzenk, P. y A. Soe (2015). "[A Tale of Two Benchmarks: Five Years Later](#)". S&P Dow Jones Indices.

Fama, E. y K. French (1993). "[Common risk factors in the returns on stocks and bonds](#)". *Journal of Financial Economics*. 33: 3-56.

Preston, H. (2019). "Finding Better Beta in the International Small-Cap Markets". Blog de Indexology®.

COLABORADORES DE INVESTIGACIÓN DE S&P DJI		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	Global Head	sunjiv.mainie@spglobal.com
Jake Vukelic	Business Manager	jake.vukelic@spglobal.com
GLOBAL RESEARCH & DESIGN		
AMÉRICA		
Aye M. Soe, CFA	Americas Head	aye.soe@spglobal.com
Laura Assis	Analyst	laura.assis@spglobal.com
Cristopher Anguiano, FRM	Analyst	cristopher.anguiano@spglobal.com
Phillip Brzenk, CFA	Senior Director	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	Director	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	Senior Analyst	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	Director	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	Director	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu, CFA	Director	berlinda.liu@spglobal.com
Hamish Preston	Associate Director	hamish.preston@spglobal.com
María Sánchez	Associate Director	maria.sanchez@spglobal.com
Kunal Sharma	Senior Analyst	kunal.sharma@spglobal.com
Hong Xie, CFA	Senior Director	hong.xie@spglobal.com
ASIA PACÍFICO		
Priscilla Luk	APAC Head	priscilla.luk@spglobal.com
Arpit Gupta	Senior Analyst	arpit.gupta1@spglobal.com
Akash Jain	Associate Director	akash.jain@spglobal.com
Anurag Kumar	Senior Analyst	anurag.kumar@spglobal.com
Xiaoya Qu	Senior Analyst	xiaoya.qu@spglobal.com
Yan Sun	Senior Analyst	yan.sun@spglobal.com
Liyu Zeng, CFA	Director	liyu.zeng@spglobal.com
EMEA		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	EMEA Head	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer, PhD	Senior Analyst	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Cairns	Senior Analyst	andrew.cairns@spglobal.com
Andrew Innes	Associate Director	andrew.innes@spglobal.com
Jingwen Shi	Analyst	jingwen.shi@spglobal.com
INDEX INVESTMENT STRATEGY		
Craig J. Lazzara, CFA	Global Head	craig.lazzara@spglobal.com
Chris Bennett, CFA	Directora	chris.bennett@spglobal.com
Fei Mei Chan	Director	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, PhD	Managing Director	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti, CFA	Director	anu.ganti@spglobal.com
Sherifa Issifu	Analyst	sherifa.issifu@spglobal.com
Howard Silverblatt	Senior Index Analyst	howard.silverblatt@spglobal.com

DIVULGACIÓN DE DESEMPEÑO

Los índices S&P Global SmallCap Select Index, S&P Global Ex-U.S. SmallCap Select Index, S&P Developed Ex-U.S. SmallCap Select Index, S&P Emerging SmallCap Select Index y S&P/ASX Small Ordinaries Select Index fueron lanzados el 21 de diciembre de 2018. Los índices S&P Developed Ex-U.S. & Korea SmallCap Select Index, S&P EPAC SmallCap Select Index, S&P EPAC Ex-Korea SmallCap Select Index, S&P Emerging Plus SmallCap Select Index y S&P United Kingdom SmallCap Select Index fueron lanzados el 5 de abril de 2019. Toda la información de desempeño presentada antes de la fecha de lanzamiento de un índice no es real, sino hipotética (generada mediante backtesting). Los cálculos de backtesting se basan en la misma metodología que estaba vigente en la fecha oficial de lanzamiento de un índice. Sin embargo, cuando se crea un historial mediante backtesting para períodos en los que existen anomalías de mercado o que no reflejan el ambiente general de mercado actual, es posible adecuar las reglas de la metodología del índice para abarcar un universo lo suficientemente amplio para simular el mercado objetivo del índice o estrategia que el índice busca medir. Por ejemplo, se pueden reducir los requisitos de capitalización de mercado o liquidez. Las metodologías completas de los índices están disponibles en www.spdji.com. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros. La aplicación prospectiva de la metodología utilizada para construir el índice puede no resultar en un rendimiento comparable a los mostrados por el "back-test".

S&P Dow Jones Indices define diversas fechas para ayudar a nuestros clientes a proporcionar transparencia en sus productos. La fecha del primer valor es el primer día en el cual existe un valor calculado (ya sea en vivo o "back-tested") para un índice determinado. La fecha base es la fecha en la cual el índice se establece a un valor fijo para efectos del cálculo. La fecha de lanzamiento designa la fecha en la cual los valores de un índice se consideran por primera vez en vivo: los valores del índice proporcionados para cualquier fecha o período antes de la fecha de lanzamiento del índice se considerarán "back-tested". S&P Dow Jones Indices define la fecha de lanzamiento como la fecha en la cual se dan a conocer los valores del índice al público, por ejemplo a través del sitio web público de la compañía o su transferencia automática de datos a terceros. Para los índices con la marca Dow Jones introducidos antes del 31 de mayo de 2013, la fecha de lanzamiento (que, antes del 31 de mayo de 2013, era denominada "fecha de introducción") se fija en una fecha en la cual no se permitieron realizar más cambios a la metodología del índice, pero que puede haber sido anterior a la fecha de divulgación al público.

El período de backtesting no corresponde necesariamente con la historia completa disponible de un índice. Consulte el documento de metodología disponible en www.spdji.com para obtener más detalles acerca del índice, incluyendo la manera en la cual que se rebalanza, el momento en que se realiza dicho rebalanceo, los criterios para las incorporaciones y eliminaciones, además de todos los cálculos del índice.

Otra limitación de utilizar la información "back-test" es que el cálculo del "back-test" está en generalmente preparado con el beneficio de la retrosección. La información del "back-test" refleja la aplicación de la metodología y la selección de los componentes del índice en retrospectiva. Ningún registro hipotético puede explicar por completo el impacto del riesgo financiero en las operaciones reales. Por ejemplo, existen numerosos factores relacionados con los mercados de renta variable, de renta fija o de commodities en general que no pueden, y no han sido tomados en cuenta en la preparación de la información del índice que se presenta, todo lo cual puede afectar el rendimiento real.

Los retornos del índice mostrados no representan los resultados de las transacciones reales de activos/valores invertibles. S&P Dow Jones Indices LLC mantiene el índice y calcula los niveles y rendimientos mostrados o analizados, pero no gestiona los activos reales. Los retornos del índice no reflejan el pago de ningún costo de transacción ni costo de ventas que un inversionista puede pagar para comprar los valores subyacentes del índice o los fondos de inversión que pretenden seguir el rendimiento del Índice. La imposición de estos costos y cargos ocasionaría que el rendimiento real y del "back-test" de los valores/fondos fueran más bajos que el rendimiento mostrado. Para dar un ejemplo sencillo, si un índice tuvo un retorno del 10% sobre una inversión de US \$100,000 por un período de 12 meses (o US \$10,000) y un cargo real basado en activos del 1.5% se impuso al final del período sobre la inversión más el interés acumulado (o US \$1,650), el retorno neto sería 8.35% (o US \$8,350) para el año. Durante un período de tres años, una comisión anual de 1.5% tomada al final del año asumiendo un rendimiento de 10% por año daría lugar un rendimiento bruto acumulado de 33.10%, una comisión total de US\$ 5,375 y un rendimiento neto acumulado de 27.2% (o US\$ 27,200).

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2019 S&P Dow Jones Indices LLC. Todos los derechos reservados. STANDARD & POOR'S, S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P MIDCAP 400, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, S&P TARGET DATE INDICES, GICS, SPIVA, SPDR e INDEXOLOGY son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC, una subsidiaria de S&P Global ("S&P"). DOW JONES, DJ, DJIA y DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE son marcas comerciales registradas de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas y otras marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución o reproducción en todo o en parte sin autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices LLC. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, S&P, Dow Jones o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Con excepción de algunos servicios personalizados de cálculo de índices, toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros y la entrega servicios personalizados de cálculo de índices. El rendimiento pasado de un índice no es señal o garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice puede estar disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro producto o vehículo de inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es un asesor tributario. Se debería consultar a un asesor tributario para evaluar el impacto de cualquier título exento de impuestos en carteras y las consecuencias tributarias de tomar cualquier decisión de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión. S&P Dow Jones Indices calcula los precios de cierre para sus índices de referencia en Estados Unidos con base en los precios de cierre de los componentes individuales del índice, según lo establecido en su bolsa de valores principal. S&P Dow Jones Indices recibe los precios de cierre de alguno de sus proveedores y los verifica comparándolos con los precios de un proveedor alternativo. Los proveedores reciben el precio de cierre directamente de las bolsas de valores principales. Los precios intradía en tiempo real se calculan de manera similar sin una segunda verificación.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte ("Contenido") no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. EL CONTENIDO SE PROPORCIONA "TAL CUAL". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales o costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Global mantiene ciertas actividades de sus divisiones y unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas divisiones y unidades de negocios de S&P Global pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Global ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en www.spdji.com.