

1

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

COMPETITIVIDAD DE LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS EN CHILE



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Documento de Trabajo N° 1

Mayo 2004

COMPETITIVIDAD DE LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS EN CHILE

Vicente Lazén *

* División de Estudios - Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. vlazen@svs.cl. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Alejandro Ferreiro, Vivianne Rodriguez, Francisco Silva, Jorge Mastrángelo, Catalina Munita, Francisco Viera y Alejandro Galaz. Cualquier error u omisión es de mi exclusiva responsabilidad.

Las publicaciones de la serie Documentos de Trabajo no están sujetas a la aprobación previa de la Superintendencia de Valores y Seguros. En consecuencia, la Superintendencia no expresa ninguna opinión respecto al análisis o a las conclusiones derivadas de esta publicación, siendo ellas de exclusiva responsabilidad de su o sus autores.

RESUMEN EJECUTIVO	7
1 EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS	11
1.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO	11
1.1.1 NÚMERO DE FONDOS, ADMINISTRADORAS, PATRIMONIO ADMINISTRADO Y PARTÍCIPES	11
1.1.2 ADMINISTRADORAS BANCARIAS Y NO BANCARIAS	13
1.1.3 EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS	14
1.2 REFORMAS A LA REGULACIÓN DE FONDOS MUTUOS	17
1.2.1 LEY 19.705 O DE OPAS	17
1.2.2 LEY 19.768 O REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES I	17
1.1.1 PRINCIPALES MODIFICACIONES A LA NORMATIVA	19
2 CARACTERIZACIÓN DE LA ESTRUCTURA COMPETITIVA	21
2.1 MARCO CONCEPTUAL	21
2.2 IMPORTANCIA DE LAS BARRERAS A LA ENTRADA	22
2.2.1 BARRERAS LEGALES	22
2.2.2 BARRERAS COMERCIALES	22
2.2.3 ECONOMÍAS DE ESCALA	23
2.3 EXISTENCIA DE SUSTITUTOS	24
2.4 HOMOGENEIDAD DEL PRODUCTO	26
2.4.1 EL RIESGO COMO ATRIBUTO DIFERENCIADOR	26
2.4.2 LA RENTABILIDAD COMO ATRIBUTO DIFERENCIADOR	27
2.5 CARACTERÍSTICAS DE LA DEMANDA	29
2.6 CONCENTRACIÓN DEL MERCADO	30
3 RESULTADO COMPETITIVO DEL MERCADO	33
3.1 COSTOS	33
3.1.1 REMUNERACIONES EN CHILE	33
3.1.2 COMISIONES DE COLOCACIÓN	35
3.1.3 COMPARACIÓN INTERNACIONAL	37
3.1.4 DIFERENCIACIÓN Y DISPERSIÓN	39
3.1.5 ESTUDIO DE CASOS	45
3.2 RETORNO SOBRE EL CAPITAL	47
4 RECOMENDACIONES	51
4.1 REFORZAR INFORMACIÓN A LOS CONSUMIDORES	51
4.1.1 DISPONIBILIDAD Y PUBLICIDAD DE LA INFORMACIÓN	51
4.1.2 CARTOLAS TRIMESTRALES	52
4.1.3 CONTENIDO DE LA INFORMACIÓN PERIÓDICA	52
4.2 ESTANDARIZACIÓN DE COSTOS	53
4.2.1 EXIGIR QUE LA TOTALIDAD DE LOS GASTOS SEA ASIGNABLE A LA ADMINISTRADORA (ELIMINAR GASTOS DE CARGO DEL FONDO)	53
4.2.2 REVELAR COMISIONES PERIÓDICAS COBRADAS POR FONDOS EN LOS CUALES EL FONDO INVIERTE	54

4.2.3	REGULAR REMUNERACIONES VARIABLES	54
4.3	PROFESIONALISMO DE LA LABOR DE DISTRIBUCIÓN Y VENTAS	54
4.4	RECOMENDACIONES PARA LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS	55
4.4.1	IMPLEMENTACIÓN Y APLICACIÓN EFECTIVA DE UN CÓDIGO DE BUENAS PRÁCTICAS DE CONDUCTA DE NEGOCIOS	55
4.4.2	REFORZAR ENTRENAMIENTO DE PERSONAL INVOLUCRADO EN LA DISTRIBUCIÓN DE CUOTAS	55

"The first thing to look at is the expense ratio; the second thing is the turnover rate; the third thing is some measure of past performance, probably the historic selection Sharpe ratio. But if you had to look at one thing only, I'd pick expense ratio."

William Sharpe
Premio Nóbel de Economía 1990

RESUMEN EJECUTIVO

Este documento de trabajo analiza la estructura competitiva de la industria en base a un modelo modificado del tipo estructura – conducta – desempeño, en donde se toma en consideración las barreras de entrada, existencia de sustitutos, diferenciación del producto, concentración y características de la demanda.

Los requerimientos legales para operar en la industria no son particularmente elevados en comparación a otros países. Las barreras de entrada comerciales son más importantes para los participantes sin apoyo de redes de distribución ni potencia de marca. Asimismo, se verificó que la industria exhibe economías de escala en donde éstas son especialmente fuertes para los participantes con fondos inferiores a US\$ 150 millones, pero este factor tiende a perder importancia una vez superado dicho umbral.

Los fondos mutuos cuentan con bastantes sustitutos en Chile. Por ejemplo, con pactos de recompra o depósitos a plazo para el caso de los fondos mutuos de renta fija de corto plazo. Para el caso de fondos de renta fija de mediano y largo plazo y de renta variable, existen los seguros de vida, cuentas de ahorro, acciones, bonos corporativos y cuentas de ahorro voluntario de AFP. Estos últimos aparecen como una competitiva alternativa para personas naturales.

La homogeneidad del producto es más alta de lo que se pudiera pensar. No existirían fondos con desempeño superiores durante mucho tiempo (persistencia). Estos resultados coinciden con los encontrados por otros estudios para el mercado norteamericano.

En promedio, el inversionista en el segmento de renta fija de corto plazo es más informado que el inversionista de renta fija de mediano y largo plazo, siendo a su vez este último mejor informado que el inversionista de renta variable. La razón de lo anterior se basa en el intenso uso de los fondos de renta fija de corto plazo por parte del sector productivo chileno, quienes cuentan con divisiones de finanzas o personal especializado o, al menos con cierto conocimiento económico básico y en donde el retorno esperado del procesamiento de la información es positivo. El segmento de renta variable, en cambio, está dominado por personas naturales o entidades no productivas, en donde los costos de información son mayores.

Respecto de la concentración del mercado, al compararla con otras industrias financieras, ésta se encuentra dentro de rangos normales y no se evidencian participaciones que pudieran involucrar algún potencial poder de mercado.

En relación al resultado competitivo del mercado, se estudiaron principalmente las remuneraciones de la administradora y los gastos de cargo de fondo sin incluir IVA, usando

promedios ponderados por tamaño para el año 2003. Se concluyó que la media de la industria, en el caso de los fondos mutuos de renta fija de corto plazo, es de 0,71%. Para el caso de fondos de renta fija de largo plazo, es de 1,44%, siendo de 3,94% para los fondos mutuos de renta variable. La tendencia histórica de las comisiones ha sido a la baja. Esto se da desde 1998 para los fondos de renta variable y renta fija de corto plazo y desde 1995 para los fondos de renta fija de mediano y largo plazo. Atribuimos el descenso de las comisiones a la entrada de nuevos competidores, que ciertamente puede haber incentivado mayor competencia, y a la coyuntura de malos resultados de los mercados accionarios y bajas tasas de interés, de manera que no es descartable la hipótesis de que parte de esta caída pueda eventualmente revertirse en el mediano plazo.

En base a una comparación de los niveles de remuneraciones dentro de una muestra de 13 países, los fondos mutuos chilenos de renta fija de corto y mediano y largo plazo son los más caros de la muestra, superando en alrededor de medio punto porcentual al promedio. Considerando las diferencias de escala, y su influencia en los costos mencionada con anterioridad, se podría esperar una diferencia de costos. Sin embargo medio punto porcentual en este segmento es una diferencia relevante. Por otro lado, los fondos mutuos de renta variable se encuentran bastante más alejados de la media de la muestra, más que duplicándola. Nuevamente la escala debe ser tomada en consideración, sin embargo la diferencia aún parece excesiva. Este hecho se agrava observando que las remuneraciones de los fondos de renta variable se encuentran en su nivel histórico más bajo.

Con el fin de estudiar en más detalle el comportamiento de la demanda en Chile, se analizó la dispersión que exhiben las remuneraciones de los fondos mutuos nacionales para cada segmento. Una alta dispersión sería indicativa de: a) consumidores pagando diferentes costos en base a la rentabilidad histórica del respectivo fondo (demanda informada) o b) consumidores pagando diferentes costos independientemente del desempeño del fondos (demanda desinformada). Efectivamente se encontró que la dispersión es alta, siendo ésta mucho más alta para el caso de los fondos de renta variable.

Al estudiar la correlación entre las remuneraciones cobradas en relación a las rentabilidades históricas, se encontró que está es mínima, lo cual es indicativo de que los costos no son acordes al desempeño del fondo y por lo tanto apoya la hipótesis de demanda mal informada o de atributos distintos a la rentabilidad.

Analizando con más detalle el caso de aquellos fondos de renta variable con las remuneraciones más altas del mercado, se refuerza la hipótesis anterior. Dichos fondos no destacan por sus mejores resultados ni con sus pares de la industria ni con un índice de referencia como el IPSA.

La industria de administración de fondos mutuos, genera ingresos del orden de US\$ 70 a US\$ 80 millones anuales, con márgenes brutos de alrededor de 40%. Las utilidades de la industria por lo tanto, representan entre US\$ 20 y \$30 millones anuales.

Las rentabilidades de las administradoras, medidas en base a su ROE (retorno sobre el capital), promedian 43% entre 1995 y 2002. Esto es alto, considerando que sus pares de Asia, Europa y Norteamérica promedian ROE de 15%. Sin embargo, los ROE contables tratándose de sociedades cerradas, pueden estar basados en precios de transacciones con sus sociedades relacionadas que podrían estar fuera de mercado, como por ejemplo algunos costos de distribución o de asesoría. De manera que, otorgando el beneficio de la duda, el ROE chileno podría estar sobrestimado, aún cuando ciertamente es indicativo de precios excesivos.

Las recomendaciones de este informe están basadas en la conclusión de que es la información y conocimiento por parte de los inversionistas, el pilar más débil de la estructura del mercado. Se parte de la premisa de que la estructura de costos es la principal variable que debe ser considerada por el inversionista y que esa información debe ser puesta a disposición de éste en forma clara y expedita. En ese sentido se requiere centrar la atención de los inversionistas sobre los costos más que sobre las rentabilidades pasadas.

Aún cuando los consumidores valoren la información contenida en los precios, el stock de información a este respecto en Chile, aún tiene un gran espacio por mejorar. No obstante la disponibilidad de la información es muy buena, ya que la SVS publica trimestralmente las remuneraciones cobradas por cada fondo, la falta de publicidad de dicha información anula su llegada a los inversionistas. Por lo tanto es muy difícil para ellos llevar a cabo comparaciones entre distintos fondos, porque el análisis debe hacerse caso a caso. Las recomendaciones de este informe se encaminan a subsanar el punto mencionado anteriormente.

Se debe reforzar la información hacia los consumidores. Esto se debe hacer, en primer lugar, mejorando la disponibilidad y la publicidad de la información respecto a los costos, recopilada por la SVS. Ello debe complementarse con la obligatoriedad de entregar cartolas informativas trimestrales a los clientes de los fondos mutuos. En segundo lugar se debería reforzar la información periódica entregada a los inversionistas presentando la rentabilidad, así como un cálculo de volatilidad, comparados con un índice de referencia. Tercero, se propone revelar el monto en pesos de la remuneración pagada durante el período. En cuarto lugar, se propone una presentación gráfica histórica de las tenencias del fondo en cuestión.

Se propone adicionalmente tender a la máxima estandarización de los costos cobrados por los fondos. Con este fin se debería eliminar el ítem de “gastos de cargo del fondo”, obligando a la administradora a asumirlos. Aún cuando el efecto económico puede ser neutro, comercialmente esta medida facilitaría la comparación entre fondos. En la misma línea, se

propone prohibir la posibilidad de establecer remuneraciones en base al desempeño del fondo. Este esquema, independientemente de su legitimidad, entorpece la comparación entre fondos y puede fácilmente pasar inadvertida por el cliente. Adicionalmente se propone desglosar los cargos periódicos cobrados por los fondos en los cuales los fondos chilenos mantienen parte de su patrimonio.

La labor de distribución y ventas debe ser profesionalizada. Prioritariamente podría ser labor de la misma industria elevar los estándares de actuación en este aspecto. En su defecto, la SVS podría estudiar la exigencia de exámenes de conocimientos mínimos para ejercer la labor de ventas e incluso contemplar sanciones administrativas más drásticas ante la existencia de prácticas deficientes de comercialización.

Consideramos que es una labor de la industria, el desarrollar estándares de prácticas en la comercialización de productos en donde se destaquen al menos tres áreas de importancia: 1) adecuado entrenamiento del personal involucrado en la venta de cuotas incluyendo ejecutivos bancarios; 2) Divulgación transparente y comparativa de los costos involucrados y 3) Responsabilidad respecto a la adecuación (*suitability*) del producto que se ofrece, en base a las características del cliente.

Este documento se estructura como sigue. La primera parte presenta una síntesis del desarrollo de la industria desde sus inicios y su estructura actual. La segunda y tercera parte exploran la competitividad del mercado en base al modelo conocido como estructura-conducta-desempeño (ECD), en donde ciertas características de la industria (producto, tecnología, concentración, etc.) determinan la conducta competitiva de los participantes, dando lugar a un resultado caracterizado en términos de precios, rentabilidad y disponibilidad del producto.

1 EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS

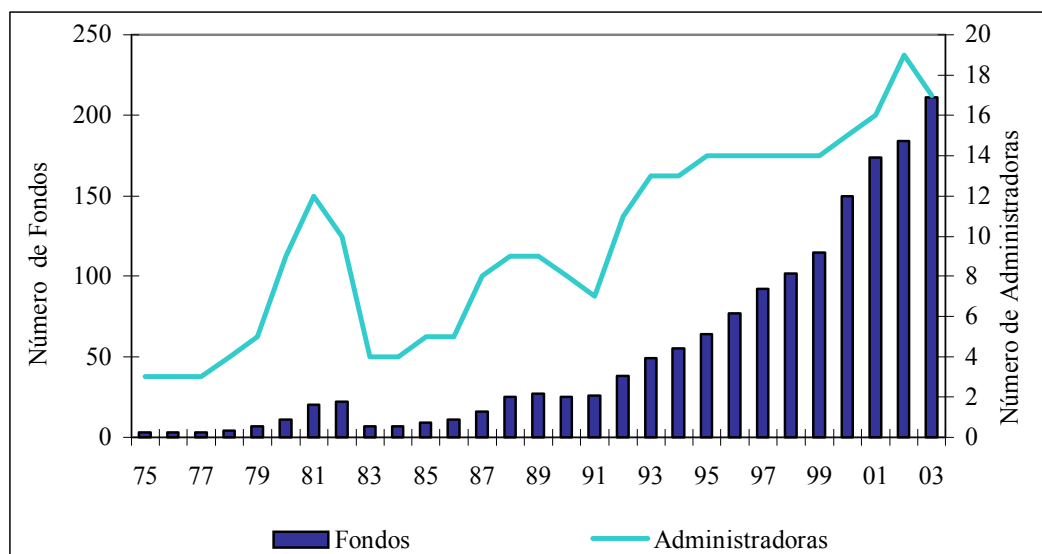
1.1 Evolución del Mercado

1.1.1 Número de Fondos, Administradoras, Patrimonio Administrado y Partícipes

Período pre 1990

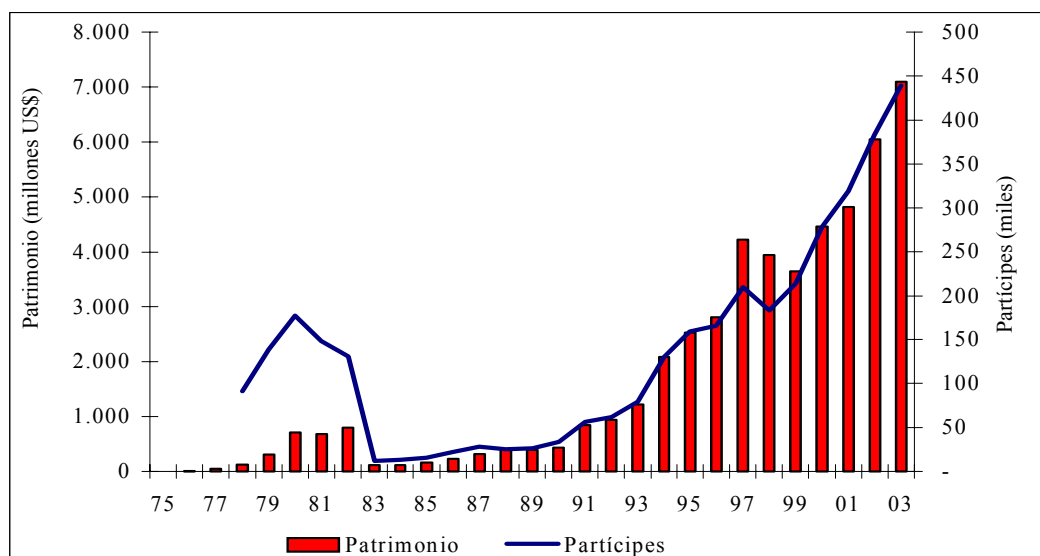
El mercado de los fondos mutuos en Chile se remonta, en la práctica, a mediados de los años 70, período en que la industria manejaba apenas US\$ 2 millones y contaba con alrededor de 50 partícipes. Como lo muestran los gráficos 1 y 2, entre dicho período y 1982 las tasas de crecimiento del patrimonio administrado promediaron 250% y la industria llegó a tener 130.000 partícipes, cifra que sería superada sólo en 1994. Para 1983, en el marco de la crisis económica y la quiebra de importantes empresas que componían la cartera de los fondos, el patrimonio de la industria se redujo en US\$ 600 millones y 110.000 partícipes se retiraron o se vieron obligados a retirarse al verse expuestos a una liquidación forzada de los fondos de 6 administradoras. El resto de la década de los ochenta fue de crecimiento sostenido y a tasas de dos dígitos, impulsado por altas tasas de interés hasta 1985 y por las buenas rentabilidades bursátiles en adelante.

Gráfico 1. Evolución del número de fondos administrados y administradoras



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

Gráfico 2. Evolución del patrimonio administrado y número de partícipes



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

Década de los 90 en adelante

En la década de los 90, el mercado experimentó un desarrollo mucho más robusto. Durante este lapso coexistieron dos escenarios radicalmente distintos. Hasta 1997 la economía experimentaba un crecimiento sostenido y los mercados accionarios rentaron alrededor de 28% anual en términos reales. Desde 1998 en adelante, el crecimiento se desaceleró, la renta variable perdió su atractivo y las tasas de interés comenzaron un paulatino descenso. Sin embargo, el número de partícipes y administradoras continuó expandiéndose.

Mientras en el año 1990 existían sólo 8 administradoras manejando 20 fondos, a diciembre del año 2003 el mercado contaba con 17 administradoras y 211 fondos. Es así como en el año 1990 hubo 34.000 partícipes y un patrimonio administrado de US\$ 434 millones, mientras que en el año 2003, se tenían 439.090 partícipes y un patrimonio de US\$ 7.096 millones.

Este resultado se explica, en primer lugar, por el aumento en la capacidad de ahorro y la expansión económica en general, el auge bursátil de principios de la década y las ganancias de capital de los fondos de renta fija al final de los 90, y en segundo lugar, por las reformas llevadas a cabo a través de las leyes 19.705 (Ley de Opas) y 19.768 (Primera Reforma al Mercado de Capitales) las cuales levantaron una serie de restricciones que permitieron el ingreso de nuevos agentes y el crecimiento del mercado.

1.1.2 Administradoras Bancarias y no Bancarias

Otra característica de la evolución reciente ha sido el aumento de las administradoras no bancarias, algunas de las cuales están asociadas a corredoras de valores como Celfin o Larraín Vial. Otras administradoras, en cambio, se encuentran asociadas a compañías de seguros de vida, que han optado por este camino para el desarrollo de su negocio de administración de cartera.

CUADRO 1. Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y Administradoras Generales de Fondos que administran fondos mutuos
(Diciembre 2003)

Bancarias	No Bancarias
Banchile	Celfin Capital
Bandesarrollo	Consortio (ex Investis)
Citicorp	Cruz del Sur
Bci	Euroamérica
Bice Dreyfus	Larraín Vial
Boston Corp	Principal-Tanner
Santander	
Santiago	
Scotia	
Security	

Como lo muestra la tabla anterior, a diciembre del 2003, coexistían 11 administradoras bancarias y 6 administradoras no bancarias. Prácticamente todos los bancos grandes y medianos han conformado una filial como administradora de fondos. Dada la amplia infraestructura con que cuentan los bancos, las administradoras bancarias pueden utilizar las sucursales como canales de distribución. Además, sus clientes tienen mayor facilidad para realizar operaciones financieras con productos del banco o filiales. Hay que hacer notar que los bancos y las administradoras son instituciones que operan en forma independiente, pero que pueden celebrar contratos entre ambas para facilitar sus operaciones. Las administradoras no bancarias, en cambio, basan su estrategia comercial en la complementación de la venta de cuotas con el servicio de asesoría financiera y administración de cartera de sus clientes.

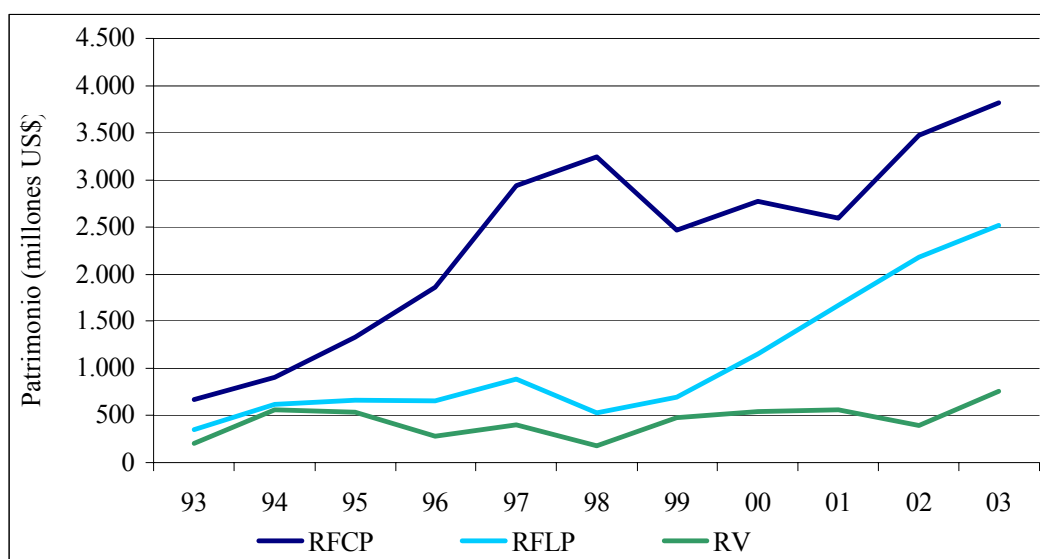
La participación de las administradoras bancarias, si bien ha venido decreciendo en los últimos años, todavía representan un porcentaje dominante. Las administradoras no bancarias han pasado de administrar un 2% del patrimonio en 1997 a alrededor de 8% en el año 2003. Este pequeño porcentaje, aún cuando refleja el tardío ingreso de administradoras no bancarias,

también es producto del mayor esfuerzo que deben hacer estas últimas para posicionar una marca menos conocida y para construir canales de distribución desde cero.

1.1.3 Evolución de los Fondos

El gráfico 3 y el cuadro 2 muestran el patrimonio administrado por los distintos tipos de fondos. Los fondos mutuos de renta fija de corto plazo representan la mayoría del patrimonio administrado. La fuerte concentración en fondos mutuos de renta fija tiene su origen en la inversión que realizan las empresas para rentabilizar los excesos de caja que mantienen durante ciertos periodos. Debido a que los fondos mutuos de renta fija de corto plazo no suelen tener comisiones de colocación (comisiones de entrada), se convierten en una buena alternativa de inversión para periodos cortos de tiempo (overnight). De esta forma, compiten con los depósitos bancarios que tienen un periodo mínimo de 30 días.

Gráfico 3. Patrimonio administrado según tipo de fondo



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

CUADRO 2. Participación de los fondos por clase

	RFCP	RFLP	RV
1999	68%	19%	13%
2000	62%	26%	12%
2001	54%	35%	12%
2002	57%	36%	6%
2003	54%	36%	11%

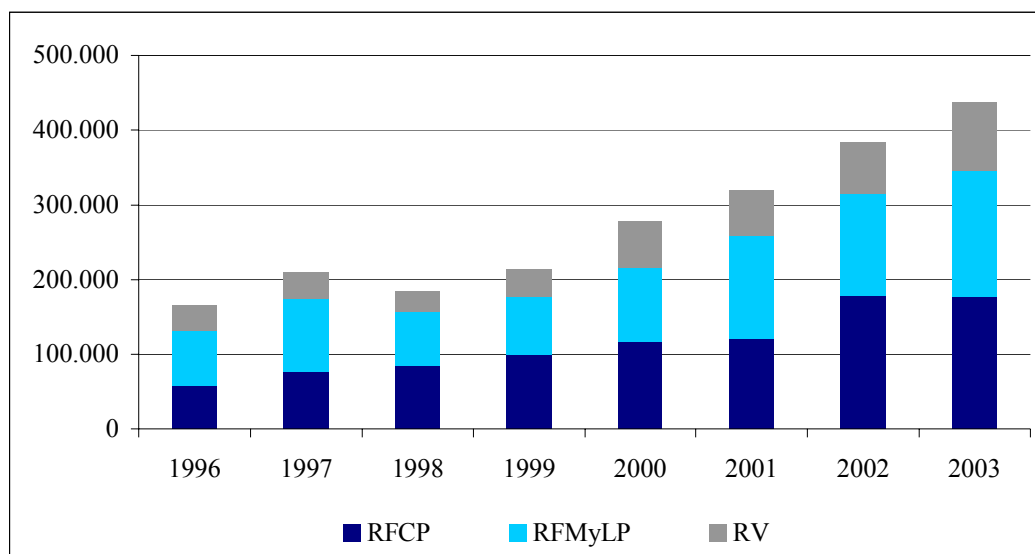
CUADRO 3. Evolución número de fondos mutuos por clase

	2000	2003	Incremento
FM RFCP Nacional	38	39	3%
FM RFCP Extranjero	9	18	100%
FM RFMLP Nacional	18	24	33%
FM RFMLP Extranjero	15	22	47%
FM RV Nacional	17	32	88%
FM RV Extranjero	41	75	83%

Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

El cuadro 3, desglosa las clases de fondos mutuos según la clasificación vigente hasta el año 2001. Este cuadro muestra el crecimiento que ha tenido el número de fondos mutuos inscritos. Desataca de estas cifras el fuerte incremento de los fondos con inversión en el extranjero y los fondos de renta variable nacional.

Gráfico 4. Número de partícipes por tipo de fondo 2003



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

Como se observa en el gráfico 4, el número de partícipes en los últimos seis años se ha duplicado. Este fuerte crecimiento se ha dado en los tres tipos de fondos, sin embargo, es destacable el crecimiento de los fondos de renta variable, ya que durante el año 2003 representan un 20% de los participantes, mayor que el 11% de participación en términos de patrimonio.

1.2 Reformas a la Regulación de Fondos Mutuos

La década de los 90 fue muy fructífera en reformas a la Ley de Fondos Mutuos. Los cambios más destacados fueron incorporados en la ley 19.705 o Ley de OPAS y la Ley 19.769 o Reforma al Mercado de Capitales I. Además, se realizaron importantes modificaciones en diversas normativas.

Los principales cambios se detallan a continuación

1.2.1 Ley 19.705 o de OPAS

- Reducción del patrimonio mínimo y del número de partícipes.

Transcurridos 6 meses desde la aprobación del reglamento interno se reduce a 50 el número mínimo de partícipes (frente a 200), o bien 5 partícipes si entre ellos existe un inversionista institucional. Además, el valor global mínimo del patrimonio del fondo se reduce de UF 18.000 a sólo UF 10.000.

- Facultad para realizar ventas cortas

Se autorizó a los fondos para poder arrendar valores y poder celebrar contratos de ventas cortas.

- Flexibilización de las Inversiones

La ley incorporó un nuevo artículo 13 bis, el cual señala que a los fondos mutuos “de menor diversificación” no se les aplicarán ciertos límites de inversión señalados en el artículo 13. Adicionalmente, se ampliaron los límites de inversión en cuotas de fondos de inversión, abiertos o cerrados, extranjeros y en títulos de securitización.

- Votación en directorios

Por último, se establecieron limitaciones en las elecciones de directorio de sociedades anónimas en que la sociedad administradora actúa en nombre de los fondos administrados.

1.2.2 Ley 19.768 o Reforma al Mercado de Capitales I

- Aporte en moneda

Se autoriza a las administradoras a aceptar aportes en efectivo tanto en moneda nacional como extranjera. Asimismo se autorizan los rescates en moneda extranjera.

- Series de cuotas

Se autoriza a crear diferentes series de cuotas, las cuales deben tener el mismo valor y características, pero a cuyos inversionistas se les pueden cobrar comisiones diferenciadas

según la serie. Adicionalmente se otorga el poder a la administradora de decidir la fusión y división de los fondos que administre.

- Actividades complementarias

Las administradoras son autorizadas a realizar las actividades complementarias que autorice la Superintendencia.

- Capital Mínimo

Se reduce el capital mínimo para poder operar desde UF 18.000 a UF 10.000, a cambio de la constitución de garantías a favor de los partícipes y el cumplimiento de determinados requisitos de “idoneidad” por parte de los directores y ejecutivos de las mismas.

- Política de Inversiones

Es reemplazado el artículo 13 que regula las inversiones de los fondos. Entre los principales cambios se permite que un fondo invierta en otros fondos mutuos si no son de la misma administradora. Se aumenta el límite por emisor de 10% a 25% del activo de una sociedad para inversiones en instrumentos de una misma sociedad. Autoriza a los fondos para inversionistas calificados a invertir en instrumentos sin clasificación de riesgo.

A su vez, el artículo 13 bis es reemplazado por el 13 A, que incorpora la figura de los “inversionistas calificados” reemplazando la expresión de menor diversificación y que excluye algunos de los numerales del artículo 13, lo que permite una mayor flexibilidad en la política de inversiones para estos fondos. Adicionalmente se rebajó, en términos generales, la clasificación de riesgo mínima de los instrumentos de deuda sujetos de inversión

- Endeudamiento del fondo

Se autoriza a los fondos para poder contraer obligaciones, con el fin de poder realizar operaciones de derivados, pagar rescates y otras actividades que sean autorizadas.

- Administradora General de Fondos

Se introdujo la figura de “Administradora General de Fondos”, entidad “paraguas” que estaría autorizada a administrar, en forma conjunta, fondos mutuos, fondos de inversión, fondos para la vivienda y fondos de inversión de capital extranjero.

1.1.1 Principales Modificaciones a la Normativa

- Circular 1.538 29/03/2001 Establece las condiciones para la realización de operaciones de suscripción y rescate de cuotas de fondos mutuos a través de Internet u otros sistemas de transmisión remota.
- Circular 1.542 25/04/2001 Regula el envío de los estados financieros de los fondos mutuos a través de Internet, entregando la información bajo sistema SEIL.
- Norma 125 25/11/2001 Establece requerimientos para los directores y ejecutivos principales de la administradora de fondos mutuos. Además, incorpora disposiciones para el establecimiento de las garantías para operar un fondo.
- Circular 1.575 13/12/2001 Autoriza a las sociedades administradoras a realizar las siguientes actividades complementarias:
 - actuar como agente de venta de las compañías de seguros,
 - actuar como agente colocador de cuotas de fondos de terceros,
 - prestación de asesorías,
 - participación en empresas de apoyo al giro,
 - participación directa o indirecta en sociedades administradoras de fondos de terceros en el extranjero.
- Circular 1.578 17/01/2002 Establece clasificación de fondos mutuos según su política de inversiones. La nueva clasificación establece 8 tipos de fondos:
 1. Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días,
 2. Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días,
 3. Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo,
 4. Fondo mutuo mixto,
 5. Fondo mutuo de inversión en instrumentos de capitalización,
 6. Fondo mutuo de libre inversión,
 7. Fondo mutuo estructurado,
 8. Fondo mutuo dirigido a inversionistas calificados.

Adicionalmente, los fondos deberán incorporar la expresión nacional o extranjero.

- Circular 1.633 02/12/2002 Esta circular establece un modelo estandarizado de reglamento interno y contrato de suscripción de cuotas de fondos mutuos.

- Circular 1.581 17/01/2002 Obliga a las sociedades administradoras a publicar, en un diario de amplia circulación, la cartera de inversiones de cada uno de los fondos mutuos que administren en forma trimestral.

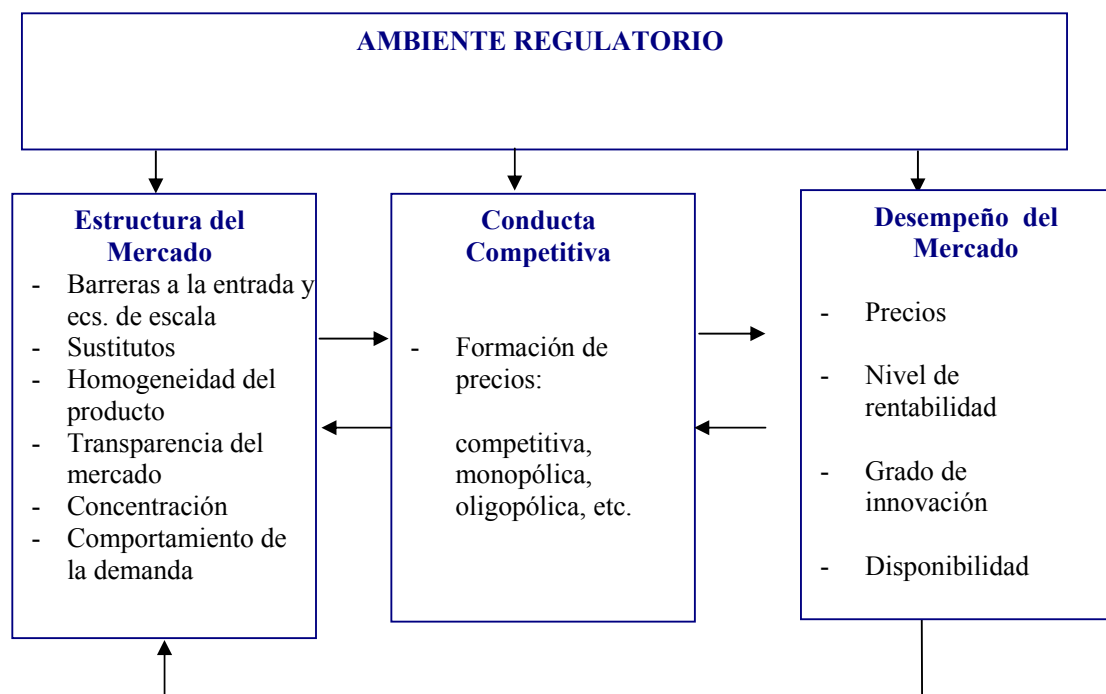
En forma adicional, el Decreto Supremo 249 fue modificado para ajustarse a los últimos cambios introducidos a la legislación de fondos mutuos, y aquellas circulares que se han dictado en el último tiempo por parte de esta Superintendencia, tales como, Circular 1.518, sobre realización de operaciones de venta corta y préstamo de acciones y las Circulares 1.567 y 1.589, respecto a planes de APV ofrecidos por sociedades que administran fondos mutuos.

2 CARACTERIZACIÓN DE LA ESTRUCTURA COMPETITIVA

2.1 Marco conceptual

El esquema de análisis que se ha escogido para explicar el comportamiento competitivo de la industria de fondos mutuos, es una adaptación del modelo Estructura-Conducta-Desempeño (ECD)¹. Este modelo propone que la **estructura** de un mercado conduce a **conductas** competitivas, oligopólicas, monopólicas, etc. de parte de los participantes, lo cual a su vez tiene un efecto sobre el **desempeño** del mercado en términos de precios, rentabilidades de las firmas, grado de innovación y disponibilidad del producto. Como muestra la **Figura 1**, éste es un proceso dinámico que involucra un considerable grado de retroalimentación. Asimismo, el ambiente regulatorio tiene una influencia directa en cada uno de estos elementos. La sección 2 se aboca íntegramente a estudiar la estructura del mercado, para luego, en la tercera parte, realizar un análisis del desempeño competitivo de éste.

Figura 1: Esquema Estructura-Conducta –Desempeño



¹ Desarrollado a principios de la década del 50, el modelo original asocia la estructura directamente con la concentración de mercado. En este caso, la estructura está compuesta por elementos tanto o más importantes que la misma concentración.

2.2 Importancia de las barreras a la entrada

Las barreras a la entrada que enfrentan los potenciales competidores pueden ser de dos clases: **legales y económicas**. En el mercado de fondos de mutuos, las barreras económicas son más importantes. Específicamente, las economías de escala y el poder de marca representan obstáculos que involucran tiempo y recursos para ser superados. Los efectos que ello tiene sobre la cantidad de oferentes en el mercado, tienden a dificultar la atomización de éste. Esta condición es característica de la mayoría de los sectores financieros.

2.2.1 Barreras legales

Las principales barreras legales a la entrada están conformadas por requerimientos de patrimonio y garantías impuestas por el DL. 1.328. Las administradoras deben constituirse con un capital mínimo de UF 10.000². Asimismo, deben constituir una garantía por el menor valor entre el 1% de cada fondo administrado y UF 10.000. Adicionalmente, se establece que los fondos deben contar con un patrimonio mínimo de UF 10.000 y con al menos 50 partícipes (5 si existe un institucional). Dichas barreras, si bien ciertamente desincentivan la entrada a potenciales competidores de menor tamaño, no han impedido la constitución de 19 administradoras, número apreciable de competidores para un mercado con inversiones que equivalen sólo al 15% de las de los fondos de pensiones.

2.2.2 Barreras comerciales

En la situación actual, en donde la mayoría de los bancos cuenta con filiales administradoras de fondos mutuos, las barreras a la entrada son importantes. En primer lugar, se requiere de **redes de distribución grandes y eficientes**. La comercialización de cuotas de fondos mutuos se lleva a cabo principalmente a través de ejecutivos de cuenta bancarios y a través de las sucursales y de corredores relacionados a las administradoras no bancarias. Por otro lado, la **potencia de marca y la reputación**, como en todos los servicios financieros, son factores muy relevantes. En el caso de esta industria, probablemente adquirirá mayor relevancia luego del episodio Inverlink.

² Esto equivale a US\$ 240,000. A modo de ejemplo, en Argentina la regulación exige un capital mínimo de US\$ 50.000, en Perú de US\$ 215,000.

2.2.3 Economías de escala

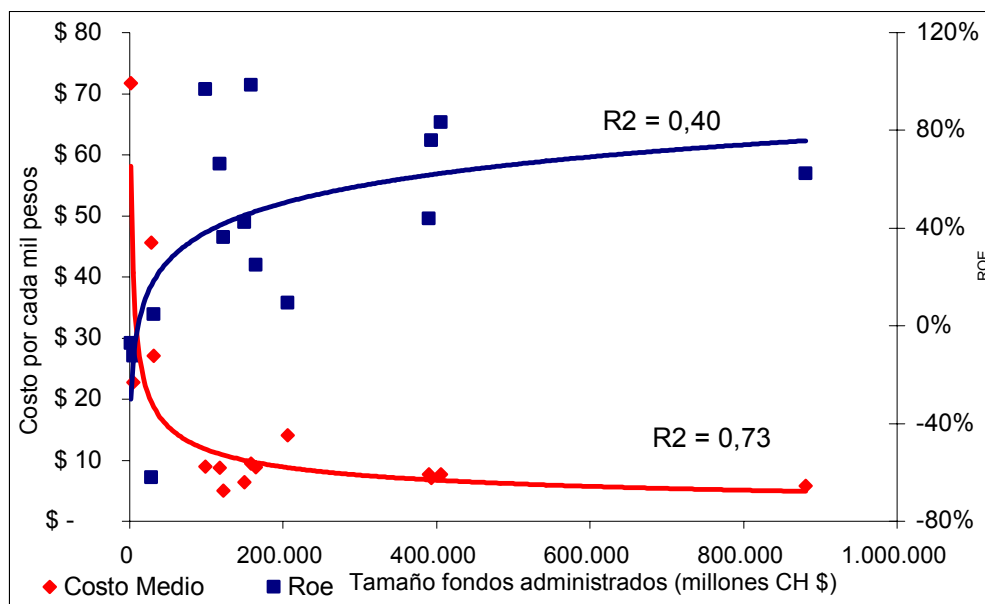
La existencia de economías de escala en la industria de fondos mutuos y de administración de cartera en general, es un fenómeno validado en varios estudios a nivel internacional³. El origen de estas economías reside en el casi nulo costo marginal de administración de un peso adicional en cartera, por cuanto, en la mayoría de los casos, la decisión de selección de activos en instrumentos no depende de la escala. De manera que la inversión en personal y distribución puede apalancarse indefinidamente generando una estructura de costos medios decrecientes.

El gráfico 5 muestra la relación “costos de explotación de la administradora / tamaño del fondo administrado” para las administradoras operando durante el año 2003. Esta relación se grafica como “costo por cada mil pesos administrados”. **Claramente, este ratio exhibe una relación decreciente a medida que el tamaño del fondo aumenta, que es lo esperado.** Resalta un primer tramo de fondos de hasta \$100.000 millones, que parece exhibir una relación especialmente alta de costos medios. Esto implica que **las economías de escala se pueden descomponer en dos tramos claramente definidos**, siendo el segundo, uno en que se suaviza la incidencia del tamaño. El R^2 (0,73) de la ecuación sugiere una relación bastante robusta.

Adicionalmente, se muestra la relación entre el ROE de las administradoras y el tamaño del fondo, se observa que existe una tendencia creciente. Esto es esperable, porque a menores costos medios, mayor es el margen operacional y por ende las utilidades. Sin embargo, el relativamente bajo R^2 (0,42) sugiere que existen elementos adicionales que explican la variabilidad de este ratio. Se requiere controlar por otras variables, como tipos de fondos administrados, calidad de bancaria o no bancaria de la administradora y esquemas de comisiones y remuneración aplicados.

³ Ver, por ejemplo, “ICI Study Examines Economies of Scale in Equity Mutual Funds” ICI. 1999. Dermine, Jean and Roller, Lars-Hendrik, 1990, Economies of Scale and Scope in the French Mutual Funds (SICAV) Industry, INSEAD working papers: 90/59/Fin, August 1990.. Latzko, David A., 1999, Economies of Scale in Mutual Fund Administration, Journal of Financial Research. Zera, Stephen P. and Madura, Jeff, 2001, The Empirical Relationship Between Mutual Fund Size and Operational Efficiency, Applied Financial Economics, 2001, 11, 243-251. Bers, M. and Springer, T., 1998, Source of Scale Economies for REITs, Real Estate Finance, 14, 47—56

GRÁFICO 5. Tamaño de fondos administrados: ROE y economías de escala. Año 2003



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

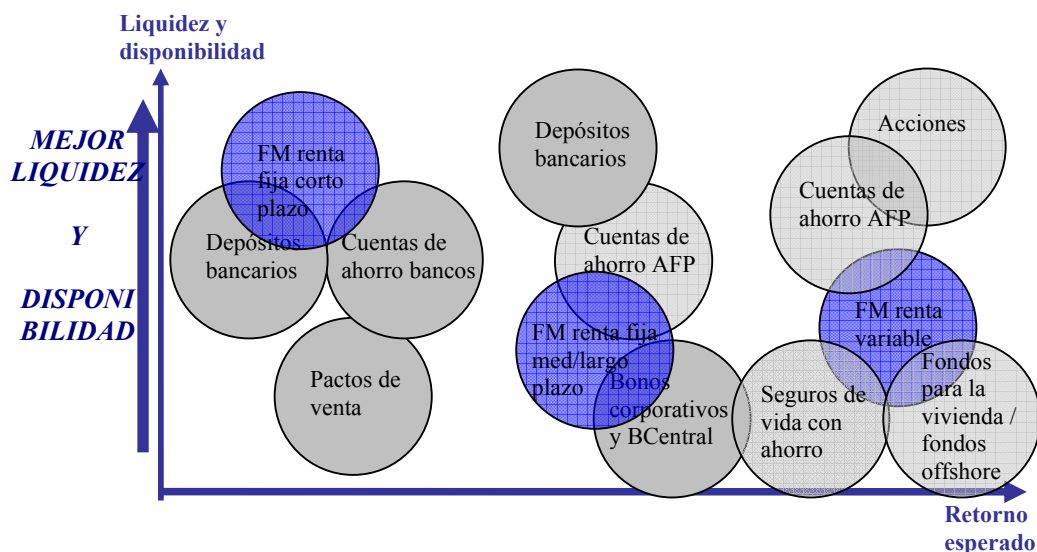
2.3 Existencia de sustitutos

El poder de mercado de los fondos mutuos se ve reducido en forma importante por la existencia de sustitutos cercanos. En Chile, las cuotas de fondos mutuos cuentan con sustitutos bastante competitivos. En el gráfico 6 se comparan las tres grandes clases de fondos con sus sustitutos disponibles en el mercado de valores chileno. En el eje horizontal se expresa el rendimiento esperado de cada activo, mientras en el eje vertical se muestra el grado de disponibilidad y liquidez de cada uno de ellos. Ciertamente la liquidez de un instrumento no está necesariamente relacionada con su disponibilidad. Se intentó combinar ambas características para lograr un indicador único. Por ejemplo los pactos de venta son activos sumamente líquidos pero los montos mínimos de inversión requeridos hacen que su disponibilidad se limite a montos de inversión muy altos. Estos instrumentos, junto con las cuentas de ahorro bancarias y depósitos a plazo, generan rendimientos similares a los fondos mutuos de corto plazo (actualmente fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días y fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días). Sin embargo, la existencia de número máximo de giros, comisiones de mantención o depósitos mínimos, limitan la liquidez de las cuentas de ahorro y los depósitos a plazo.

En el caso de los fondos mutuos de deuda de corto y largo plazo (actualmente fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo) y fondos de renta variable (actualmente fondos mutuos mixtos, fondos mutuos de inversión en instrumentos de capitalización y fondos mutuos de libre inversión), éstos se grafican con menor liquidez que su

pares depósitos a plazo y cuentas de ahorro AFP y acciones respectivamente debido a las emisiones de colocación que reducen la rentabilidad para inversiones de menor plazo.

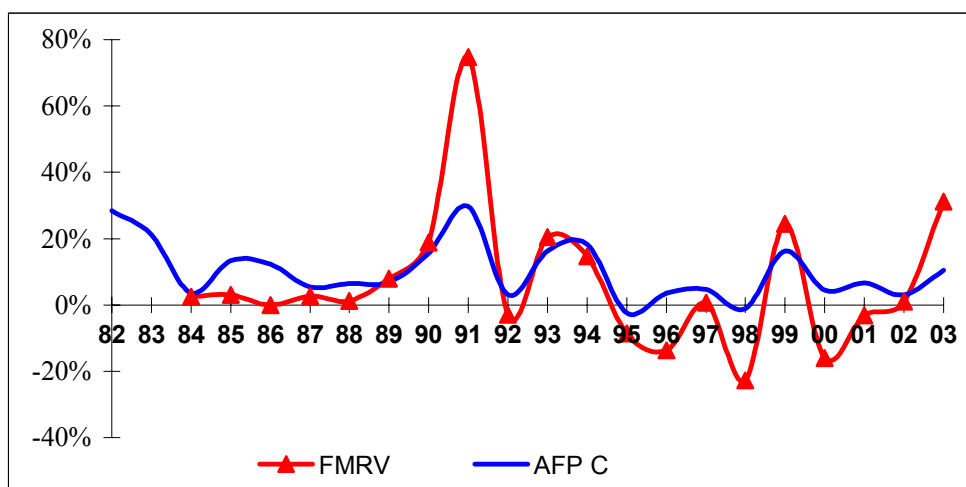
GRÁFICO 6. Comparación entre fondos mutuos y sustitutos: retorno esperado y disponibilidad/liquidez



Un caso que es interesante destacar con más detalle es la comparación de las cuentas de ahorro voluntario AFP y cuotas de fondos mutuos de renta variable

Como puede apreciarse en el gráfico 7, la rentabilidad de los fondos de las AFP (correspondientes al actual fondo C) ha sobrepasado durante la mayor parte de las últimas dos décadas a la rentabilidad de los fondos mutuos de renta variable. Esta situación es bastante paradójica porque las cuotas de AFP además tienen menor riesgo, a juzgar por las oscilaciones de las curvas. Observándolo aisladamente, los fondos mutuos parecen estar en un mal pie frente a las AFP, debido a que estas últimas ofrecen el servicio de cuenta de ahorro voluntario, la que involucra un costo adicional de cero para el cliente cotizante. Con la conformación de los multifondos además, la sustituibilidad es aun mayor porque se pueden ofrecer productos mejor diferenciados de acuerdo a su razón riesgo/retorno. Afortunadamente para la industria, la posibilidad de diseñar fondos exentos del cobro del impuesto a la ganancia de capital, llegó al mismo tiempo que los multifondos, y le otorga una importante ventaja en el tramo de clientes de mayores ingresos.

GRÁFICO 7. Rentabilidad fondos de renta variable versus fondos de las AFP (correspondiente al actual Fondo C) 1982-2003



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS y SAFFP.

Otro caso de interés se refiere a los depósitos a plazo bancarios. En cierta manera los fondos mutuos de renta fija de corto plazo, han capturado parte del nicho bancario debido a la imposibilidad de los bancos de ofrecer depósitos a plazo a menos de 30 días. Sin embargo, la evidencia internacional muestra la prevaencia de los fondos de corto plazo (*cash o money market*) como vehículos preferidos de inversión de caja. De todas maneras la segunda reforma al mercado de capitales levanta esta barrera para los bancos, permitiendo la existencia de depósitos a plazo a menos de 30 días.

2.4 Homogeneidad del producto

La teoría económica asume que cuanto más homogéneo es un producto, mayor sería el grado de competitividad del mercado. En industrias donde existe gran estandarización (v.g. minerales, metales o agricultura), la variable precio es la más relevante, incentivando la competencia en esta dimensión.

2.4.1 El riesgo como atributo diferenciador

En la industria de los fondos mutuos existen dos atributos principales: **riesgo y rentabilidad**. La primera incluye el **riesgo de mercado**, es decir a la variación del valor de la cuota por efecto de variaciones en los precios de los instrumentos de inversión. En otro extremo se encuentra los riesgos de **solvencia** (que los emisores de los instrumentos quiebren) y de **liquidez** (que el fondo no pueda liquidar sus cuotas en un lapso corto de tiempo).

Adicionalmente, el riesgo de solvencia involucra en parte, al **riesgo operacional, atingente a la misma administradora**, el cual refleja la posibilidad de que eventos tales como fraude, negligencia o fallas de sistemas, afecten la integridad de los fondos administrados. Esta última característica de los fondos, ligada a la calidad del administrador, es importante y por lo tanto los inversionistas estarían dispuestos a pagar más por la administración de un fondo con sistemas de gestión de riesgos más completos. Sin embargo, como suele ocurrir con los productos financieros, la calidad del producto desde el punto de vista de ciertos riesgos no es observable en el punto de venta porque ésta sólo se manifiesta con posterioridad⁴. Ciertamente la clasificación de riesgo de los fondos (no obligatoria) es de ayuda en este sentido, pero ésta abarca un espectro mayor que el riesgo asociado a la administradora. Por lo tanto, a la vista de los inversionistas, todos los administradores tienden a un cierto grado de homogeneidad en este aspecto y, por lo tanto, no deberían existir diferencias de precios ligados al riesgo operacional de la administradora.⁵

Finalmente, como se comentó en la primera sección, la estrategia de mercado de las administradoras bancarias se basa en el potenciamiento de su base de clientes y canales de distribución, mientras que las administradoras no bancarias concentran su estrategia en la asesoría financiera y en administración de carteras de clientes, ofreciendo probablemente un producto más complejo. Sin embargo, lo anterior no implica que los costos de asesoría deban necesariamente ser cargados a través de las remuneraciones del fondo⁶.

2.4.2 La rentabilidad como atributo diferenciador

La segunda dimensión de diferenciación y ciertamente la más importante desde el punto de vista comercial, se refiere a la **rentabilidad**. Esta es una variable no sólo observable sino que también, con frecuencia tomada en cuenta por los inversionistas para elegir un fondo mutuo⁷.

⁴ En términos de Nelson (1970) los servicios financieros tienden a ser bienes de “experiencia”.

⁵ El tópico de la calidad de la administradora y su apreciación por parte de los consumidores es ciertamente mucho más complejo. La característica de no observable del riesgo de la administradora, es una de las razones de la existencia de regulación estatal. Aún cuando puede argumentarse que los inversionistas tienden a asociar solvencia con tamaño y antigüedad, no podemos determinar si efectivamente las administradoras más antiguas o grandes son las que efectivamente han tenido más éxito, y determinar a la vez si ese éxito se debe efectivamente a dichas características (en términos econométricos existe un problema de “multicolinealidad”: las administradoras más grandes tienen redes de distribución mayores).

⁶ De hecho la calidad de bancario o no bancario no explica las diferencias de costos entre los fondos respectivos, como se verá más adelante.

⁷ No se puede desconocer que otros factores diferenciadores puedan ser valorados por los inversionistas. Entre éstos se encuentra la existencia de familias de fondos, facilidad de pago por cuenta corriente, plazo de pago de los rescates o la existencia de medios automatizados. No tenemos la evidencia para desechar diferencias de costos fundadas en dichas características, pero por simple observación del mercado, se puede sospechar que su capacidad de explicar diferencias es baja, ya que la mayoría de las administradoras ofrecen estos servicios.

La pregunta que se debe responder entonces es, dadas estas características ¿son los fondos mutuos de una misma clase similares en términos de rentabilidad? Esta pregunta implica que los fondos son distintos en cuanto a rentabilidad si es que existen algunos de ellos que consistentemente, de un período a otro, se ubiquen entre los primeros lugares de un ranking de rentabilidad ajustada por riesgo, fenómeno conocido como “persistencia”. La existencia de persistencia es indicativa de habilidades especiales de los administradores, lo que escapa de la simple incidencia de la suerte. Siendo ese el caso, entonces dichos fondos serían de “mejor calidad” y por lo tanto, descartaríamos la hipótesis de homogeneidad.

Lamentablemente en Chile no se han llevado a cabo estudios para testear específicamente la presencia de persistencia.⁸ Sin embargo, por su importancia dentro de la teoría de finanzas, existen numerosos estudios para mercados extranjeros. Muchos de estos estudios se han centrado en analizar esta hipótesis sobre la industria de administración de carteras, incluyendo el mercado de fondos mutuos. **La mayoría de los estudios en este ámbito han ratificado la hipótesis de mercados eficientes en el sentido de que los administradores de cartera no son capaces de superar la política de “comprar y mantener” (*buy and hold*)⁹.**

Gran parte de la teoría financiera y de administración de cartera está basada en la hipótesis de los mercados eficientes que, en su más pura expresión (forma fuerte de eficiencia) implica que nadie puede obtener resultados superiores que el resto del mercado, porque no sólo toda la información relevante en relación a un activo es conocida por todos los participantes del mercado, sino porque existen muchos participantes que llevan a cabo análisis del activo y procesan la información existente en nueva información relacionada con la evolución del emisor y de la economía.

Es en este contexto que el análisis de las rentabilidades pasadas pierde relevancia para quienes invocan la teoría de los mercados eficientes. Cualquier episodio de desempeños superiores al resto de los participantes del mercado estaría basado en mera suerte.

⁸ Parisi A. y Parisi F. (1997) encuentran que para los años 1992-95, los fondos mutuos de renta variable no habían generado “retornos por sobre lo sugerido por estrategias de inversión simples, y en las oportunidades que lo han entregado éstas han sido en forma esporádica y difícil de predecir”. Ver Parisi A. y Parisi, F. “Desempeño y Ranking de los Fondos Mutuos de Renta Variable en Chile desde 1992 a 1995” *Revista de Análisis Económico* 12 (2) 1997. Maturana y Walker (2002) encuentran que existiría cierta tendencia de los mejores fondos a obtener mejores alfas (medida de creación de valor) lo largo del tiempo, sin embargo dichas alfas no son significativamente positivas. Ver Maturana, G. y Walter, E. “Estilos, Timing e Imitación en los Fondos Mutuos Accionarios Chilenos”. *Revista de Análisis Económico*, Vol.17,Nº 1,pp.71-101 (Junio 2002)

⁹ Específicamente, los estudios originales de desempeño de los fondos mutuos, como Sharpe, W “Mutual Fund Performance”, Jensen, M. “The Performance of Mutual Funds 1945-1964”, etc. concluyen que cuando los retornos ajustados por riesgo son examinados sin considerar comisiones, un poco más de la mitad de los administradores tuvieron mejor desempeño que el mercado. Cuando se incluyen las comisiones y otros costos, sólo un tercio de ellos superan al mercado. Shukla y Trzcinka encontraron que los fondos eran generalmente inconsistentes en sus desempeños. Trzcinka, C. hace ver que si existe evidencia de persistencia, ésta se da con los fondos de mal desempeño. Sin ir más lejos, el estudio de Maturana y Walter citado anteriormente, encuentra que para el período 90-97, los desempeños de los fondos mutuos medidos en base al índice de Sharpe, se asimila al del mercado antes de comisiones, pero después de comisiones el desempeño resultaba bastante más deficiente.

De todas maneras, aún cuando efectivamente exista persistencia, desde el punto de vista de un análisis de competitividad, dicha persistencia debería estar reflejada en los costos de los fondos. **Ya sea que el mercado sea homogéneo o heterogéneo, lo importante es que el precio del producto tienda a ser más bien uniforme (para productos homogéneos) o de acuerdo a la rentabilidad (para productos heterogéneos).** Cualquier resultado que escape a dicho comportamiento es indicativo de algún problema de competencia en el mercado. Esta discusión y los resultados que se obtienen para el caso chileno, se retomarán en la tercera parte.

Independientemente de la discusión en relación a la eficiencia financiera, es esperable que los fondos mutuos con administración en renta fija obtengan rendimientos más uniformes entre sí que los de renta variable, debido a las características de los activos y su implicancia sobre la administración activa de cartera¹⁰.

2.5 Características de la demanda

El supuesto elemental de los modelos competitivos es que los precios influyen fuertemente en la decisión de compra de los consumidores. Si esta influencia es débil, entonces una industria puede no ser competitiva incluso si su estructura tiene características en ese sentido. La fortaleza o debilidad de los precios en el equilibrio del mercado depende de dos condiciones básicas.

En primer lugar, la importancia del precio dentro de la decisión de compra depende de la homogeneidad del producto. **Los argumentos presentados anteriormente sugieren que la homogeneidad del mercado es mayor a la que tradicionalmente se piensa, porque un fondo particular tendría una baja probabilidad de superar a sus competidores consistentemente. Por lo tanto, deberían ser los cargos cobrados por la administradora, los que deberían orientar la decisión de compra.**

En segundo lugar, el interés del consumidor en la búsqueda de información debe ir aparejado de la **disponibilidad de información comprensible y fácil de procesar**. En la medida que las condiciones de los contratos sea más compleja, exista una diversidad de tipos de cargos y la información agregada y comparativa no esté fácilmente disponible, no será posible que el mecanismo de precios opere eficientemente.

¹⁰ En el caso de renta fija, la gestión activa de cartera se limita a estrategias como market timing y selección de duration. En el caso de renta variable en cambio, además de market timing, el administrador debe seleccionar entre otros aspectos, la proporción invertida en renta variable, el área geográfica, la industria y los activos específicos a invertir, lo que da lugar a mayor dispersión entre los administradores.

Aún cuando los consumidores valoren la información contenida en los precios, el stock de información a este respecto en Chile, aún tiene un gran espacio por mejorar. **Aun cuando la disponibilidad de la información es muy buena, ya que la Superintendencia de Valores y Seguros publica trimestralmente las remuneraciones cobradas por cada fondo, la falta de publicidad de dicha información anula su llegada a los inversionistas. Por lo tanto es muy difícil para ellos llevar a cabo comparaciones entre distintos fondos, porque el análisis debe hacerse caso a caso.**

La industria no tiene un mejor desempeño al respecto. Por ejemplo, el sitio web de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos ni siquiera hace mención la palabra “remuneración” o “comisión”¹¹.

En relación a las características de los inversionistas, se podría afirmar que, en promedio, el inversionista en el segmento de renta fija de corto plazo es más informado que el inversionista de renta fija de mediano y largo plazo, siendo a su vez este último mejor informado que el inversionista de renta variable. La razón de lo anterior se basa en el intenso uso de los fondos de renta fija de corto plazo por parte del sector productivo chileno, quienes cuentan con divisiones de finanzas o personal especializado o, al menos con cierto conocimiento económico básico y en donde el retorno esperado del procesamiento de la información es positivo¹². El segmento de renta variable, en cambio, está dominado por personas naturales o entidades no productivas, en donde los costos de información son mayores.

2.6 Concentración del mercado

El grado de concentración de los mercados tradicionalmente ha sido asociado a falta de competitividad. Sin embargo la evidencia empírica no apoya esta asociación en términos absolutos. La concentración puede ser una condición necesaria para la existencia de colusión y, por lo tanto, la generación de “poder de mercado”, sin embargo no es una condición suficiente¹³. Otros factores, como las barreras de entrada, las características de la demanda o la homogeneidad del producto, consideradas en este estudio tienen un rol importante en el grado de competencia de la industria.

De todas maneras, los índices de concentración siguen siendo populares y utilizados por los reguladores en varios países. Aun cuando resulta de utilidad para tener una idea de la

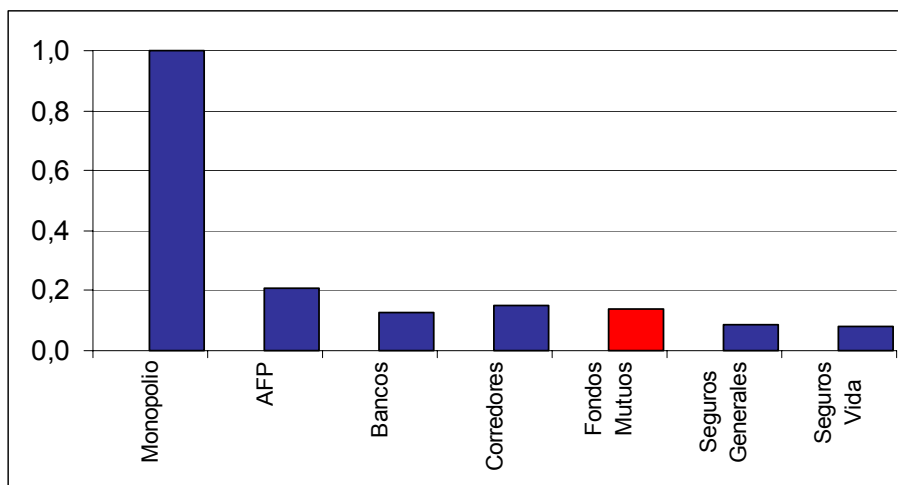
¹¹ Existen entidades privadas con abundante investigación en relación a la industria, como Econsult, sin embargo el costo de suscripción (UF 10) anula su llegada al 90% de los ahorrantes (ver www.fondos.cl). Además el estilo de análisis se enfoca claramente en el análisis ajustado de rentabilidades pasadas, más que en la comparación de costos.

¹² Incurrir en un gasto de \$200.000 en términos de costos de tiempo puede no justificarse para una inversión de \$5.000.0000, pero si para una de \$500.000.0000.

¹³ El mercado de supermercados en Santiago es un ejemplo de ello

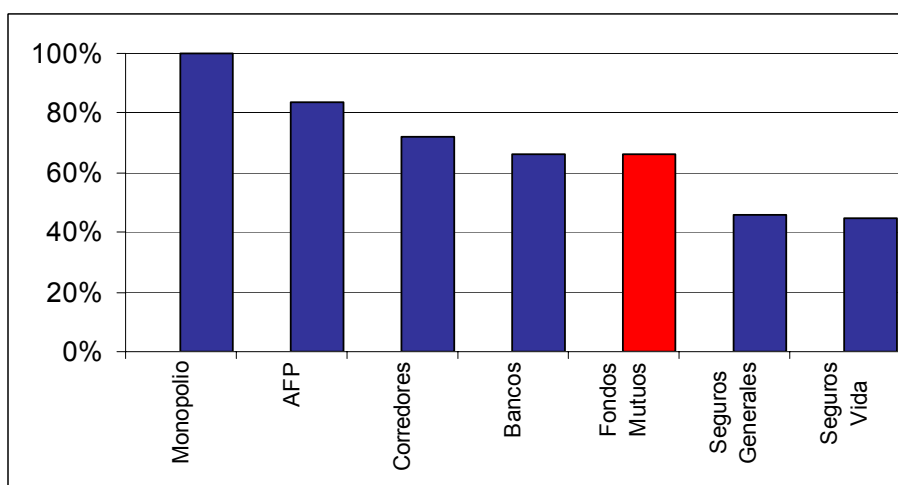
influencia de cada participante sobre el precio, debe tenerse cuidado con establecer relaciones unívocas entre concentración y poder de mercado¹⁴.

GRÁFICO 8. Índice de Herfindahl-Hirschmann¹⁵ instituciones financieras año 2003



Fuente: Elaboración propia en base a información diversas superintendencias.

GRÁFICO 9. Índice C4¹⁶ instituciones financieras año 2003



Fuente: Elaboración propia en base a información pública diversas superintendencias.

La construcción de los índices se basó en la siguiente información: bancos: colocaciones totales durante 2003; AFP: tamaño fondos administrados 2003; corredores: valor de acciones intermediadas durante 2003;

¹⁴ Para un interesante y más completo análisis respecto de la importancia de la concentración de mercado en su competitividad, ver Sapelli, Claudio "Concentración y Grupos Económicos en Chile" *Estudios Públicos*, 88 (primavera 2002).

¹⁵ El índice Herfindahl-Hirschmann es la suma de las participaciones porcentuales al cuadrado de cada una de las empresas del mercado, es decir el índice es : $(\%_1)^2 + (\%_2)^2 + \dots + (\%_n)^2$, donde $\%_i$ es la participación de la empresa i en el total de ventas de la industria. Mientras más cercano a 1, mayor es la concentración de la industria.

¹⁶ El índice C4 representa la suma de la participación de los cuatro mayores competidores de la industria.

administradoras de fondos mutuos: tamaño fondos administrados; seguros generales y seguros de vida: prima
vendida durante 2003.

Los gráficos 8 y 9 indican que no hay nada especial en relación a la concentración de las
sociedades administradoras de fondos mutuos, cuando se contrasta su concentración con otros
mercados financieros.

3 RESULTADO COMPETITIVO DEL MERCADO

3.1 Costos

En el caso de la industria de fondos mutuos, dichos precios estarán reflejados en las remuneraciones y comisiones. En términos formales se estudian los tipos de costos comúnmente cobrados por los fondos mutuos.

En primer lugar existen las **comisiones de colocación**, las cuales en otros mercados son conocidas como comisiones de entrada o “front-end loads”. Dichos cargos se aplican a la inversión inicial, pero con frecuencia son cobrados a la salida y se escalonan a cero a medida que se cumple un período de permanencia. Debido a que su aplicación en general tiene como finalidad el cubrir los costos de comercialización y de transacción en los que incurre inicialmente el fondo o la administradora, con frecuencia constituyen una barrera de salida para el aportante con el fin de mantenerlo por un tiempo suficiente de manera tal que durante dicho tiempo, y a través del pago de la remuneración periódica, pueda cubrir estos gastos. Si el aportante se retira antes se aplica dicha comisión de colocación. Adicionalmente este tipo de comisiones se emplean con la finalidad de desincentivar a inversionistas especulativos, que pudieran entorpecer la estrategia de inversiones diseñada por el administrador del fondo.

En segundo término, se encuentran las comisiones periódicas, que en Chile se denominan **remuneración de la sociedad administradora**. Dichos cargos tienen como finalidad compensar a la administradora por el servicio de gestión, costos de operación (en los que se incluye corretaje de valores, custodia, investigación, etc.) y administración y costos de comercialización y distribución. Se empleará fundamentalmente este indicador para llevar a cabo las comparaciones de costos analizadas más adelante.

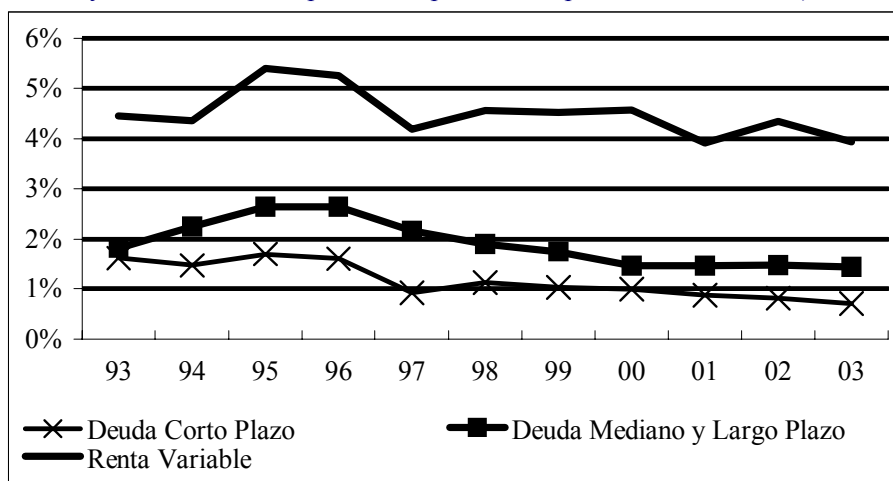
3.1.1 Remuneraciones en Chile

Para caracterizar los niveles de remuneraciones se ha tomado como información base, las estadísticas de remuneraciones publicadas en la Revista de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Estos resultados se muestran en el cuadro 5 y el gráfico 10. Destaca la tendencia decreciente de estas remuneraciones, que hasta el año 1997 se empinaban en torno al 5% para los fondos de renta variable y alrededor de 2% para ambos tipos de fondos de renta fija¹⁷. A fines del año 2003 los fondos de renta fija de corto plazo promediaron remuneraciones de 0,71%, los fondos de renta fija de mediano y largo plazo promediaron remuneraciones de 1,44%, en tanto los de renta variable promediaron 3,94%.

¹⁷ Todos los datos de remuneraciones excluyen el impuesto al valor agregado (IVA).

Se puede atribuir el descenso de las remuneraciones a dos factores de naturaleza diferente. El primero se refiere a la coyuntura económica, ya que gran parte del período decreciente coincide con una menor actividad económica en Chile, conjuntamente con la fuerte caída de 28% en la bolsa local durante 1998. Se puede deducir que fondos mutuos reducen sus costos en tiempos de bajas rentabilidades con el fin de evitar la pérdida de clientes. Esto demuestra además que efectivamente, los costos de los fondos mutuos estaban lejos de alinearse con los costos medios de largo plazo, es decir con el precio competitivo que predice la teoría.

GRÁFICO 10. Tendencia histórica remuneración administradoras
(no incluyen IVA, en base a promedios ponderados por tamaño del fondo)



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

CUADRO 5. Tendencia histórica remuneración administradoras
(no incluyen IVA, en base a promedios ponderados por tamaño del fondo)

	RFCP	RFMLP	RV
1993	1,62%	1,82%	4,45%
1994	1,47%	2,25%	4,36%
1995	1,70%	2,65%	5,40%
1996	1,61%	2,65%	5,26%
1997	0,92%	2,17%	4,19%
1998	1,12%	1,90%	4,56%
1999	1,03%	1,75%	4,53%
2000	1,00%	1,46%	4,57%
2001	0,88%	1,46%	3,92%
2002	0,81%	1,47%	4,35%
2003	0,71%	1,44%	3,94%

Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

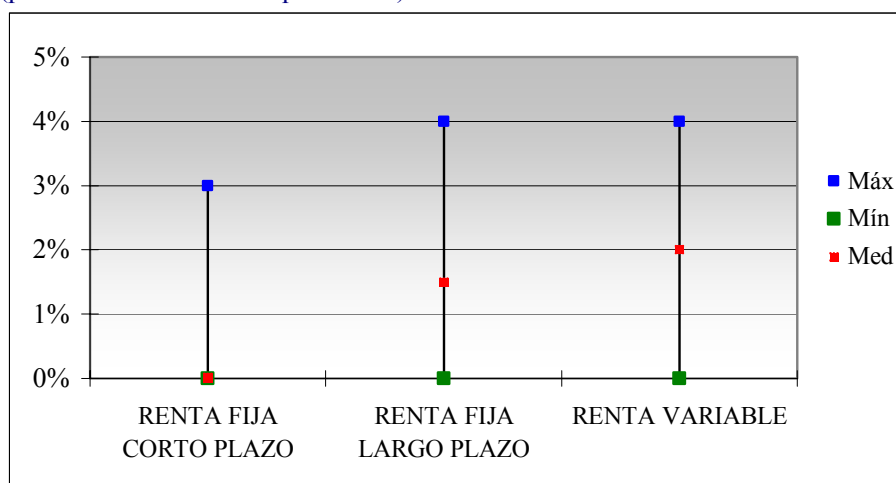
Un segundo factor sería de naturaleza estructural y vendría dado por la fuerte entrada de administradoras al mercado, como se vio en la sección 1. Además, destaca el brusco descenso

de un punto porcentual el año 2002. Esto es atribuible en gran parte a la entrada de los fondos mutuos en el mercado de ahorro previsual a través del APV. Mercado en donde la competencia es mayor y en donde la penetración inicial es un factor crítico de éxito.

3.1.2 Comisiones de Colocación

Durante el año 2003, las comisiones de colocación (cuando existían) promediaron 0,7% en los fondos de renta fija de corto plazo, 1,5% en los de renta fija de mediano y largo plazo y 2% en los de renta variable. Este tipo de comisiones también ha experimentado una tendencia a la baja

GRÁFICO 11. Comisiones de colocación 2003
(promedio de los fondos que cobran)



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS:

Con el fin de investigar la relación existente entre el tamaño de los fondos administrados y los costos cobrados a los inversionistas, se tomaron como muestra los fondos con inversión en Chile. Como se muestra más abajo, **el tamaño del fondo administrado no explica bien las diferencias de costos entre uno u otro fondo.**

Efectivamente, los gráficos 12 y 13, **tienden a excluir el tamaño de los fondos administrados como variable explicativa de los cobros de remuneraciones.** En el caso de los fondos mutuos de renta fija de mediano y largo plazo existe una tendencia decreciente, pero estadísticamente poco significativa ($R^2 = 5\%$). Para el caso de los fondos renta variable, existe una leve tendencia ($R^2 = 7\%$) a que los fondos más grandes exhiban mayores remuneraciones y gastos de cargo del fondo, lo cual podría ser paradójico, pero su significancia tampoco es muy importante

GRÁFICO 12. Tamaño de los fondos de renta fija corto plazo (millones de Ch\$) y remuneración de la administradora.

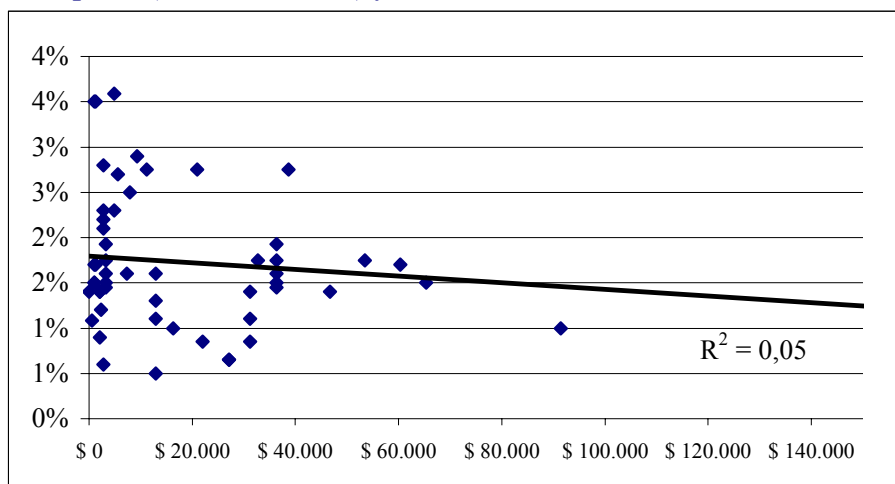
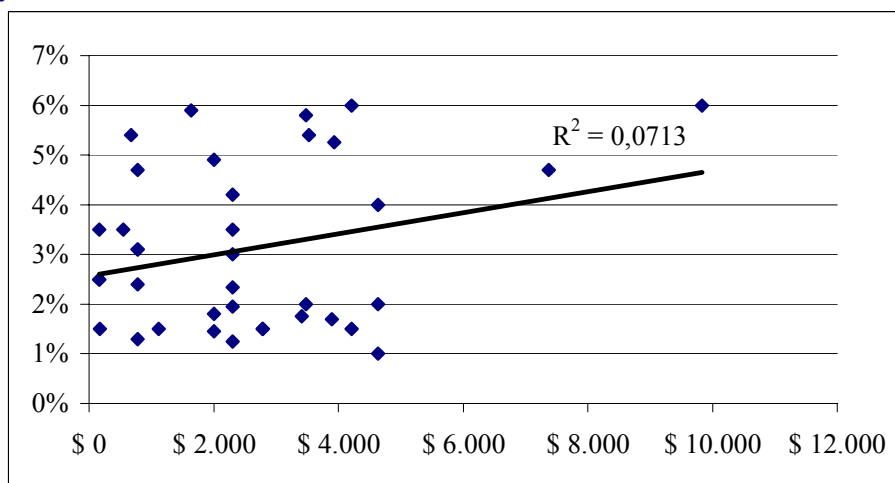


GRÁFICO 13. Tamaño de los fondos de renta variable (millones Ch\$) y remuneración de la administradora.



Otro tema de exploración fue el de la existencia de diferencias de costos asociadas al tamaño del aporte mínimo de los inversionistas. Se identificó a los fondos mutuos de renta fija de corto plazo en los cuales, de acuerdo al reglamento interno, sólo se aceptaban aportes desde MM Ch\$ 100. Lo mismo se hizo para el caso de los fondos mutuos de renta variable. Se concluyó que son pocos los fondos que diferencian remuneraciones de acuerdo a montos aportados, pero que cuando lo hacen, las diferencias de costos son significativas. Sin embargo, dado que son pocos los fondos que discriminan (4 de 38 en renta variable doméstica y 10 de 53 en renta fija corto plazo doméstica) se optó por seguir trabajando con promedios generales. Por lo tanto se concluye que **existe diferencia de costos entre fondos destinados a grandes inversionistas y fondos destinados a inversionistas retail, pero su exclusión no afecta mayormente los promedios globales.**

La práctica de diferenciar las remuneraciones en base al tamaño del aporte es relativamente reciente en Chile, de manera que no existe mucha experiencia al respecto. Sin embargo, a primera vista sugiere la existencia de un esquema de discriminación de precios basado en volumen. Los inversionistas más pequeños exhiben una menor elasticidad de demanda, lo cual sería explotado en base a un criterio de volumen. Con todo, se han argumentado consideraciones de costos que en principio resultan convincentes: los costos fijos que generan los clientes más pequeños no alcanzarían a ser cubiertos por la remuneración más baja en base al tamaño de la inversión. La situación es que sólo algunas grandes administradoras bancarias lo hacen y sería recomendable poner atención al desarrollo de esta política¹⁸.

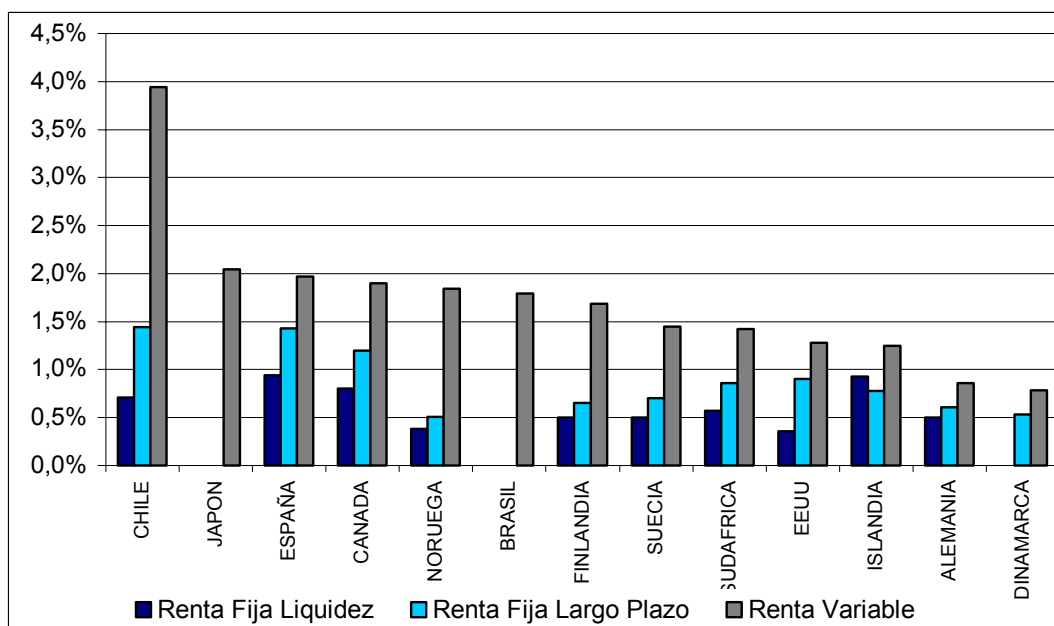
3.1.3 Comparación internacional

El cuadro 6 muestra los niveles de remuneración de la sociedad administradora para varios países. Destaca el caso de Chile que se encuentra en lugar más alto de este ranking.

CUADRO 6. Remuneración de la sociedad administradora varios países

	Renta Fija Liquidez	Renta Fija Largo Plazo	Renta Variable
CHILE	0,71%	1,44%	3,94%
JAPON	n/d	n/d	2,05%
ESPAÑA	0,94%	1,43%	1,97%
CANADA	0,80%	1,20%	1,90%
NORUEGA	0,38%	0,51%	1,84%
BRASIL	n/d	n/d	1,79%
FINLANDIA	0,50%	0,65%	1,69%
SUECIA	0,50%	0,70%	1,45%
SUDAFRICA	0,57%	0,86%	1,42%
EEUU	0,36%	0,90%	1,28%
ISLANDIA	0,93%	0,78%	1,25%
ALEMANIA	0,50%	0,61%	0,86%
DINAMARCA	n/d	0,53%	0,78%
PROMEDIO	0,68%	0,96%	1,82%

¹⁸ En el mercado norteamericano existen diferenciaciones de precios, pero de característica diferente. Los fondos pueden estar clasificados por clases, pero cada una combina una estructura de comisiones de modo diferente (como la mayoría de los fondos con series en Chile). Asimismo, existe la posibilidad de acceder a “breakpoint discounts” asociados al volumen, pero aplicados a los costos de venta, lo cual tiene una justificación económica más evidente.



Fuentes:

Chile: Superintendencia de Valores y Seguros - Chile (Diciembre 2002)

España: Comisión Nacional del Mercado de Valores España (Diciembre 2002)

Brasil: Comissao de Valores Mobiliários (Junio 2003)

Finlandia, Suecia, Dinamarca, Noruega, Islandia: "Nordic survey of fees and expenses for collective investments funds" Nordic Fund Management Federations (Diciembre 1999)

Japón: "The Performance of Japanese Mutual Funds". Cai, Jun y K. C. Chan. (Dic 1997)

EE.UU: "Recent Trends in the Cost of Fund Ownership" ICI (Diciembre 2001)

Canada: The Globe and Mail, 2003 www.globefund.com

Alemania y Sudáfrica: Deloitte and Touche "The 2002 Survey of Fees and Expenses for Global Collective Investment Funds"

Los fondos mutuos abiertos chilenos de renta fija de corto y de mediano y largo plazo se mantienen dentro del rango de valores a nivel internacional. Considerando las diferencias de escala, y su influencia en los costos mencionada con anterioridad, no es esperable que el mercado chileno presente los niveles de remuneraciones más bajos¹⁹. Por otro lado, los fondos mutuos de renta variable se encuentran bastante más alejados de la media de la muestra.

Por cierto, los niveles de costos de algunas de las industrias observadas, ni siquiera parecen ser eficientes para sus propios países. La controversia en relación a los niveles de las comisiones de los fondos mutuos es claramente un tema mundial. Independientemente de los recientes escándalos y el respectivo debate en torno a los temas de comercialización y distribución de cuotas, se debe hacer notar que los Estados Unidos, ha existido permanentemente un debate en

¹⁹ Sin embargo, el mercado canadiense presenta comisiones más altas que el de Finlandia, Suecia o Sudáfrica, que son bastante más pequeños. De manera que no se debe dar excesiva importancia al tamaño de la industria.

torno a las comisiones cobradas por las administradoras. Es así como Trzcinka²⁰ observa que, no obstante la fuerte entrada de nuevos competidores y el crecimiento del mercado en los EEUU, las comisiones se han mantenido rígidas a la baja. Observa además, que no existe relación entre costos y desempeño de los fondos y que la administración activa de cartera no ha agregado valor a los aportantes. En agosto del 2003, el Congreso de los EEUU, ha promulgado una ley que mejora los requisitos de información a los inversionistas, en especial en lo relacionado a los pagos por distribución de cuotas y publicidad de comisiones²¹.

Un corolario adicional es el hecho que una discusión en relación a los costos de los fondos mutuos es indicativa de un mayor nivel de desarrollo de la industria, lo que contrasta especialmente con el resto de los mercados latinoamericanos.

3.1.4 Diferenciación y dispersión

Si una industria es competitiva, en el sentido económico estricto, el precio a cobrar por el producto es único para todas las firmas y equivalente al costo medio mínimo de producción de largo plazo. En este nivel de equilibrio, ninguna firma tiene incentivos para entrar del mercado ni para salir de él, porque las utilidades económicas son nulas, es decir los factores de producción (incluyendo el capital) son remunerados de acuerdo a su precio de equilibrio.

No obstante si los productos de cada una de las firmas son diferenciados o heterogéneos, es decir si las rentabilidades de los fondos son sistemáticamente distintas (existe persistencia), se debería esperar que las comisiones den cuenta de ello. Pensamos, que los productos son homogéneos y ello no debería ocurrir en un mercado eficiente y bien informado. Pero lo importante es la percepción de los consumidores. **Si los consumidores perciben que existen productos superiores en cuanto a rentabilidad, entonces estarían dispuestos a pagar más y en consecuencia, las comisiones deberían mostrar alta dispersión y al mismo tiempo estar positivamente relacionadas a las rentabilidades pasadas.** ¿Qué ocurre si los consumidores perciben que los fondos son todos iguales? Entonces se deberían observar comisiones más bien uniformes y sin relación con las rentabilidades.

En el gráfico 14 se muestran los histogramas de remuneraciones para los tres grandes tipos de fondos mutuos durante el año 2003. Los histogramas presentados para los fondos mutuos con inversión nacional revelan que existe una mayor dispersión entre los fondos mutuos de renta variable que en los de renta fija, **apreciándose una mayor dispersión en las remuneraciones de estos últimos.**

²⁰ Ver Trzcinka, Charles. "Testimony before the House Committee on, Commerce, Subcommittee on Finance", September 19, 1998

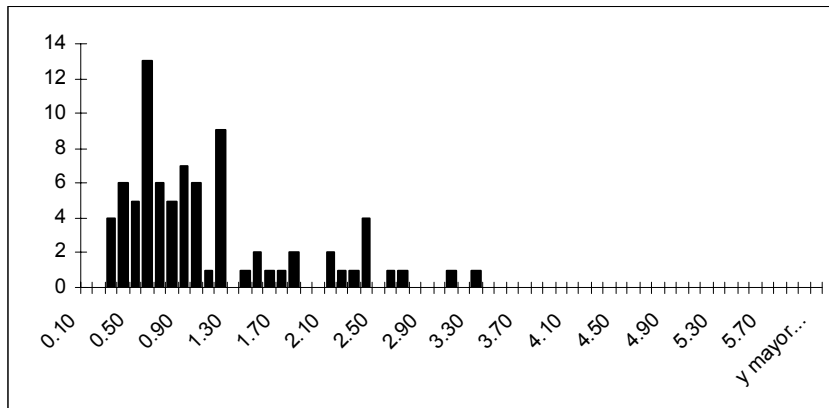
²¹ Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003

GRÁFICO 14. Remuneraciones de la Sociedad Administradora y gastos de cargo del fondo

(Diciembre 2003, no incluyen IVA)

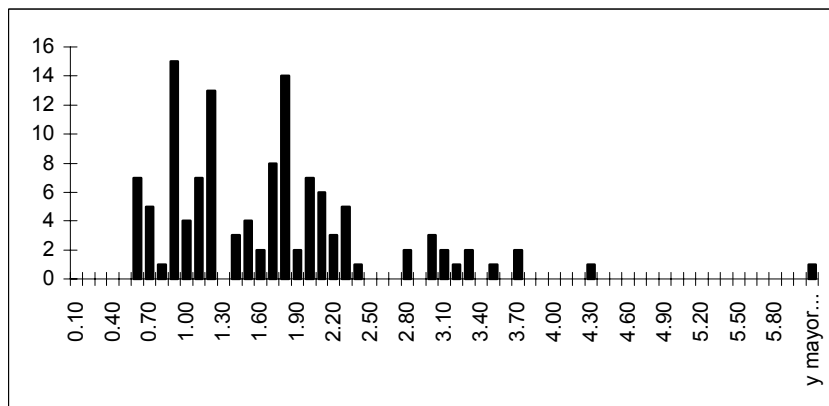
FONDOS MUTUOS RENTA FIJA CORTO PLAZO

(MEDIA PONDERADA 0,71% / DESV EST. 0,8%)



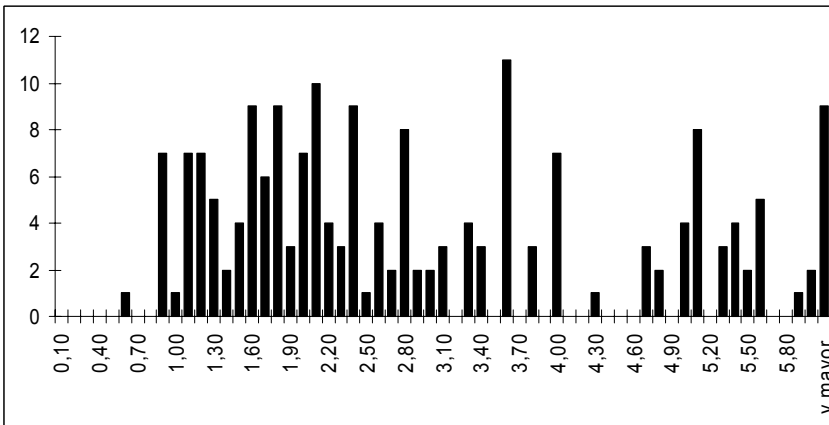
FONDOS MUTUOS RENTA FIJA MEDIANO Y LARGO PLAZO

(MEDIA PONDERADA 1,44% / DESV EST. 0,7%)



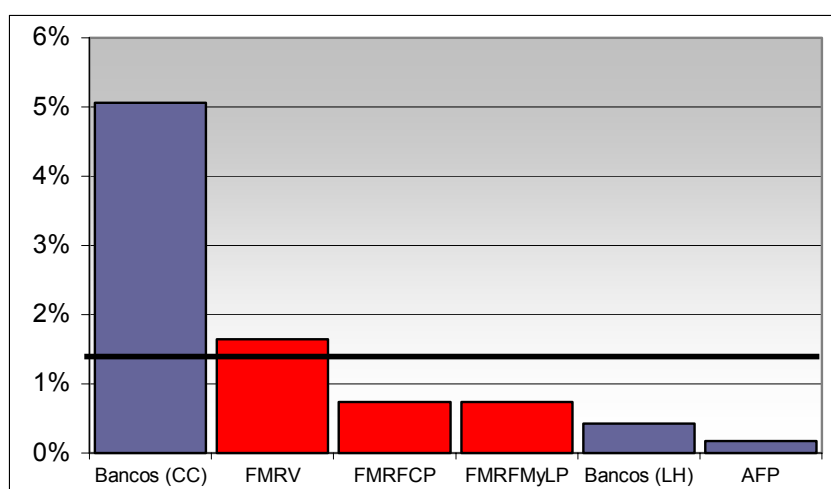
FONDOS MUTUOS RENTA VARIABLE

(MEDIA PONDERADA 3,94% / DESV EST. 1,70%)



El gráfico 15 compara las desviaciones estándar de los tres tipos de fondos, con las comisiones cobradas por otras instituciones financieras. Se muestra el caso de los créditos de consumo de los bancos en donde la desviación estándar es altísima de 5%. En cambio, los casos de las comisiones de las AFP, las letras hipotecarias de los bancos y los fondos mutuos de renta fija de corto plazo y de mediano y largo plazo, las desviaciones estándar de las remuneraciones podrían considerarse “normales” porque no superan el punto porcentual. Caso distinto ocurre con los fondos renta variable, que si se alejan de la media.

GRÁFICO 15. Desviación estándar de comisiones instituciones financieras año 2003

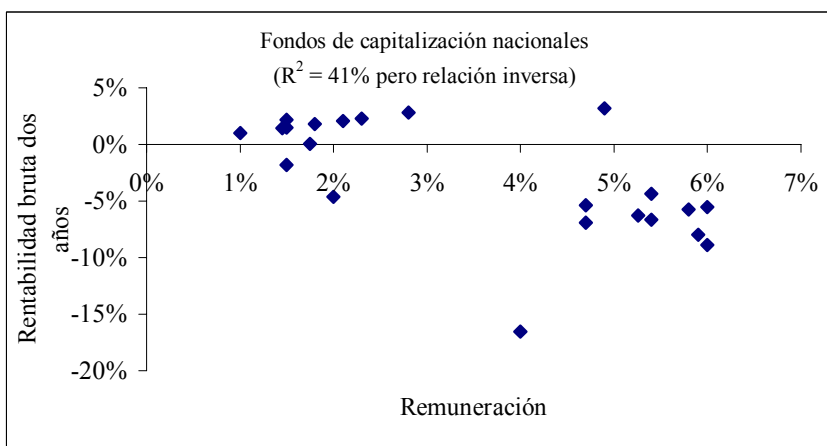
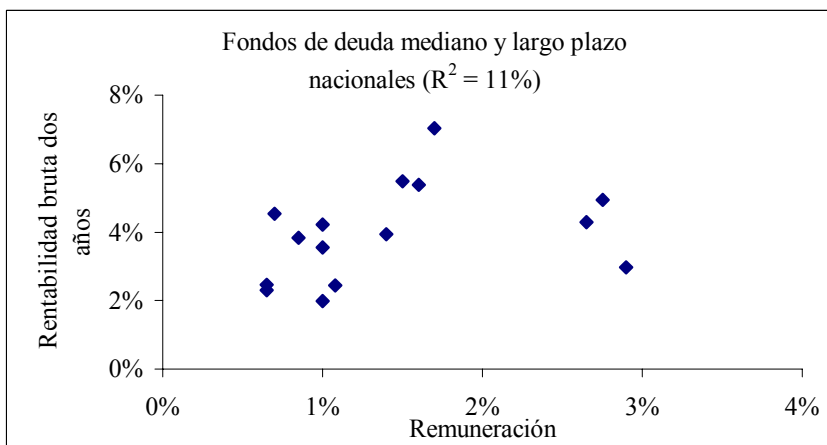
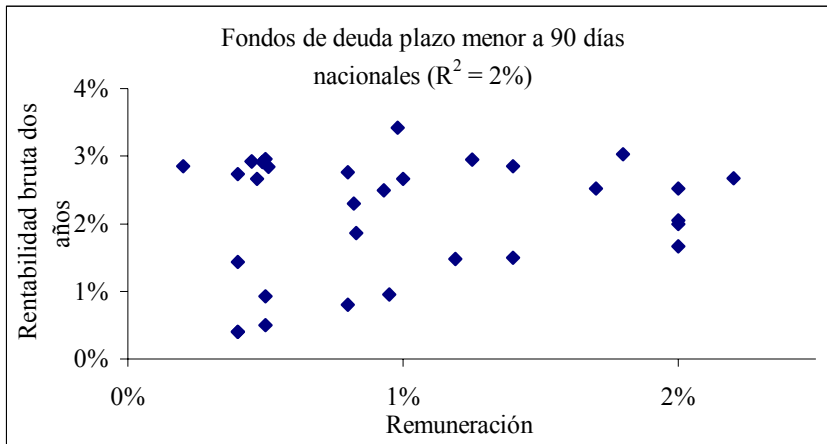


Fuente: comisiones créditos de consumo (CC) y letras hipotecarias (LH) año 2003: SBIF; remuneraciones fondos mutuos año 2003: SVS y comisiones AFP en base a saldo de UF 1.000: SAFP.

Dada la relativamente alta diferencia de costos entre distintos fondos de una misma clase, una pregunta que se torna relevante es: **¿cobran las administradoras de acuerdo al desempeño?** Si este fuera el caso, uno esperaría que aquellos fondos con las más altas remuneraciones sean las que efectivamente ofrezcan el mejor producto (rentabilidad ajustada).

En el gráfico 16 se muestra la relación entre las remuneraciones que cobraba cada fondo en el año 2002 versus la rentabilidad bruta (antes de remuneraciones) promedio para los años 2001 y 2002. Se seleccionaron tres clases de fondos con inversión nacional: tipo 1 (con instrumentos de deuda con plazo inferior a 90 días), tipo 3 (instrumentos de deuda de mediano y largo plazo) y tipo 5 (instrumentos de capitalización).

GRÁFICO 16. Rentabilidades brutas promedio años 2001-2002 y remuneración año 2002 (clasificación nueva)



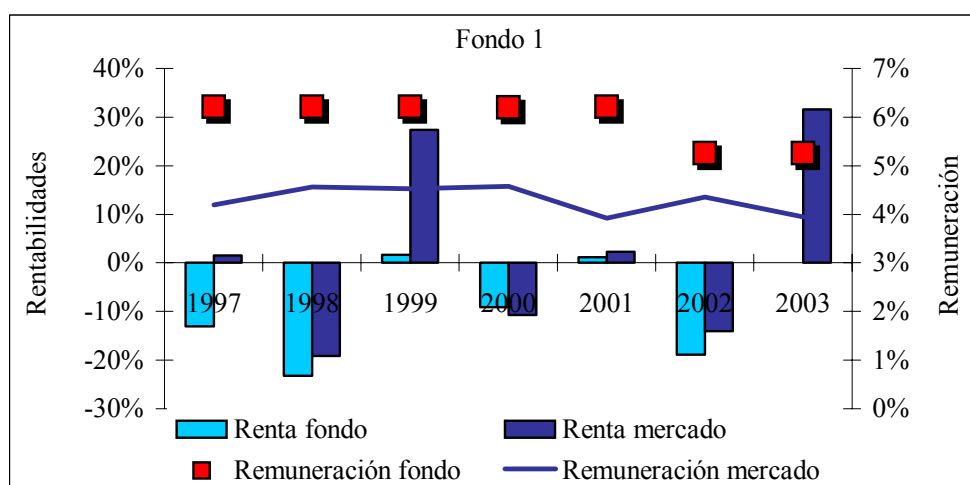
Claramente la relación entre las remuneraciones cobradas y los desempeños de los respectivos fondos es mínima. Esto nos sugiere que los clientes de los fondos mutuos, o

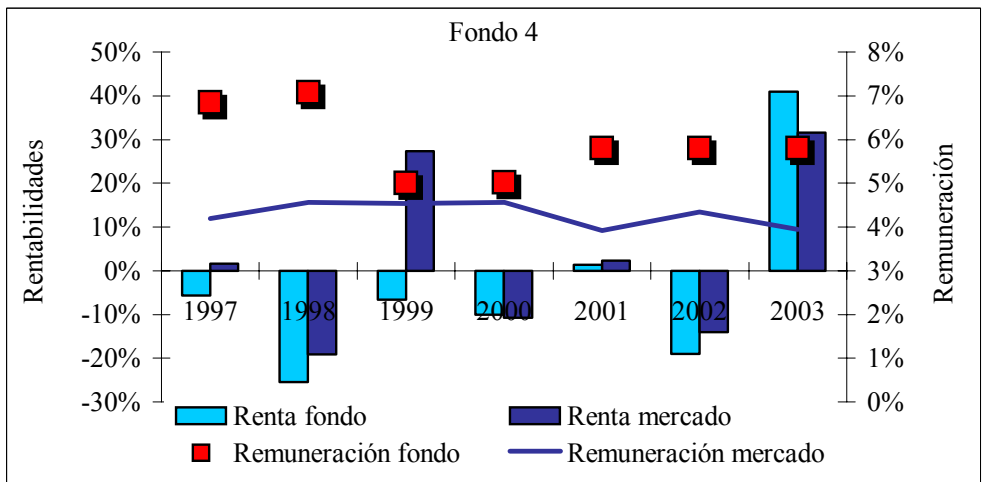
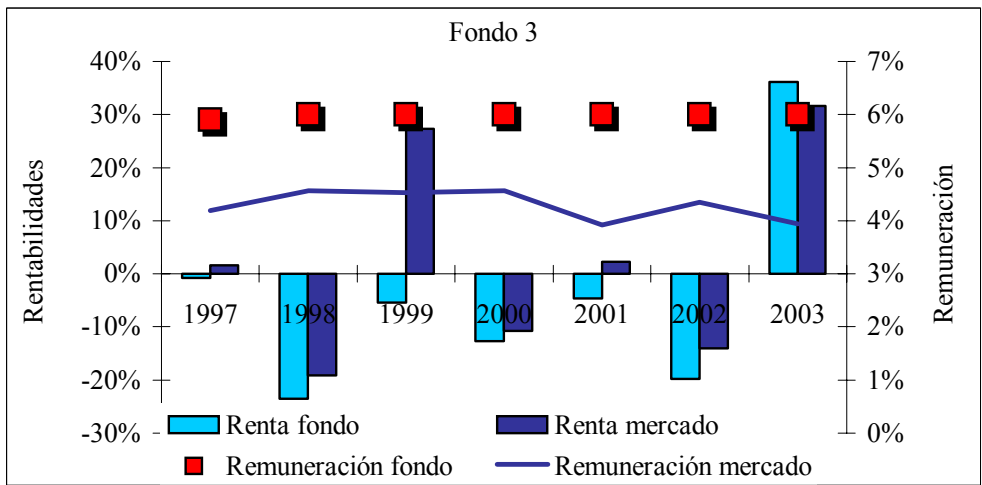
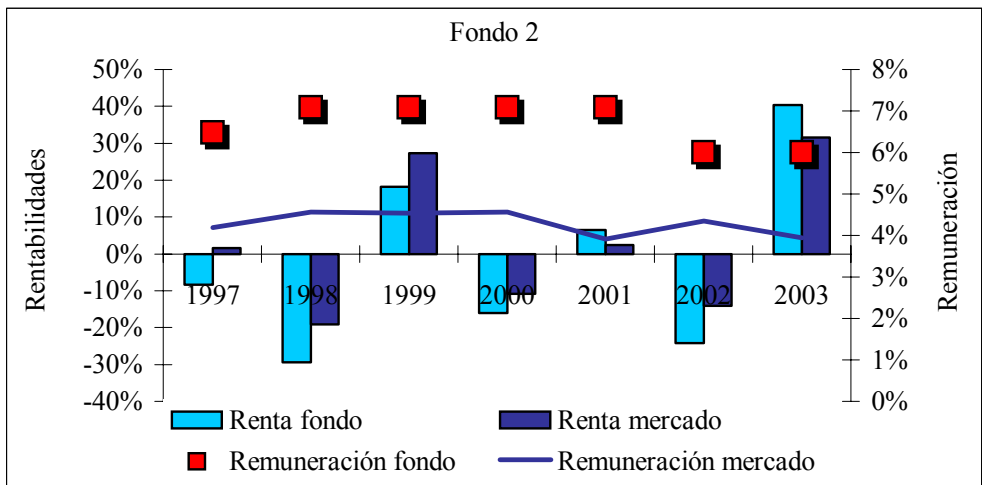
valoran otros atributos del producto distintos a la rentabilidad, o bien están deficientemente informados.

El segmento de renta variable o capitalización tiene una importancia adicional que radica en el peso que estos fondos tienen sobre las inversiones de los inversionistas pequeños. Se podría argumentar que el patrimonio de estos fondos no supera el 10% del patrimonio total del mercado y por lo tanto su impacto es marginal. Sin embargo, su significación es central en el desarrollo del mercado de ahorro privado, con todas sus implicancias en el sistema previsional y en la participación de las personas naturales en el mercado accionario.

En los gráficos siguientes, se muestran series de rentabilidad netas de remuneraciones para cuatro de los fondos mutuos de renta variable, que durante el año 2003 cobraron las remuneraciones más altas. La serie comienza en 1997 y termina el año 2003. Se contrastan dichas rentabilidades con las rentabilidades promedio del mercado de fondos mutuos de renta variable en cada año respectivo (netas de remuneración).

GRÁFICO 17. Rentabilidades y remuneraciones de mercado y fondos renta variable (clasificación antigua)





De la simple observación de los gráficos anteriores, destaca que estos fondos, con las remuneraciones más altas del mercado, **en la mayoría de los períodos tienen un desempeño que ni siquiera supera al del mercado (y tampoco superan el referente del IPSA en**

términos brutos ni netos²²). Esto tiene una consecuencia bastante importante porque vuelve a respaldar la hipótesis de que **no existe relación entre el nivel de remuneraciones y el desempeño de los fondos**.

Concluimos que los inversionistas de fondos de renta variable, actúan en general desinformadamente. Este comportamiento es sintomático ya sea de una competencia basada en atributos diferentes del precio o calidad (competencia monopolística) o bien de crecimiento en participación de mercado a través de la eficiencia de los canales de distribución más que en base a precio o rentabilidad.

3.1.5 Estudio de casos

Fondo 1 y fondo 2

Un caso de interés que tiende a corroborar lo anterior es el caso de los fondos mutuos de capitalización fondo 1 y fondo 2. Estos fondos mutuos son los **mayores en el segmento de renta variable**, ambos con activos administrados de más de \$30 mil millones cada uno a diciembre del año 2003. Sin embargo la remuneración de la sociedad administradora para el fondo 1 es de 5,3% sin IVA (más de dos puntos la media) y en el caso del fondo 2, es de 6% sin IVA (el doble de la media). Ambos fondos cuentan con fondos gemelos (diferenciados según APV o comisión de colocación). **Esta situación ejemplifica la importancia de las redes de distribución en la generación de participación de mercado. La importancia de la distribución no es un hecho negativo per se. Por el contrario, redes grandes y eficientes permiten crear mercado, integrando a más personas al mercado de capitales. Tratándose de un producto de ahorro voluntario, el beneficio neto de los canales de distribución es positivo para el mercado de capitales en general. Sin embargo, el éxito en el largo plazo requiere de un mejor equilibrio entre costos y rentabilidad esperada.**

Parte integral de la estrategia de distribución, resulta ser la calidad de cautivos de los clientes bancarios (movilizarse es costoso). Esto es especialmente significativo para el caso de la administración de los excedentes temporales de caja, la que resulta más eficiente desde el punto de vista operacional cuando los recursos se canalizan a los fondos de la administradora filial del banco con el cual opera el cliente.

Fondos extranjeros

Los fondos inscritos en el Registro de Valores Extranjeros (comúnmente llamado bolsa off shore) se refieren en la práctica a aquellos fondos distribuidos por un corredor de bolsa local

²² Los retornos nominales del IPSA entre 1997 y 2003 fueron de 12,7%, -20,9%, 43,2%, -3,6%, 9,1%, -15,5% y 48,5% respectivamente. Durante ese período, los fondos de la muestra superaron al índice IPSA sólo 1 año (20% de las veces) en promedio.

quien actúa como agente colocador, estos fondos extranjeros. Los cobros de administración aplicados el agente colocador van desde 0,5% para los fondos de renta fija hasta 2,5% para los portafolios de renta variable. A ello, se le debe agregar las remuneraciones incorporadas en los mismos fondos que van desde 1% hasta 2,5% respectivamente. De manera tal que esta alternativa no es especialmente competitiva con el resto de sus pares domésticos. La disponibilidad de información respecto de las remuneraciones cobradas por estos fondos es deficiente y estos productos son comercializados como si dicho cobro no existiera.

Gastos de cargo del fondo

Si los inversionistas tomarán en cuenta fundamentalmente los costos involucrados en la adquisición de cuotas, tendrían que observar fundamentalmente la remuneración de la administradora y las comisiones de entrada.

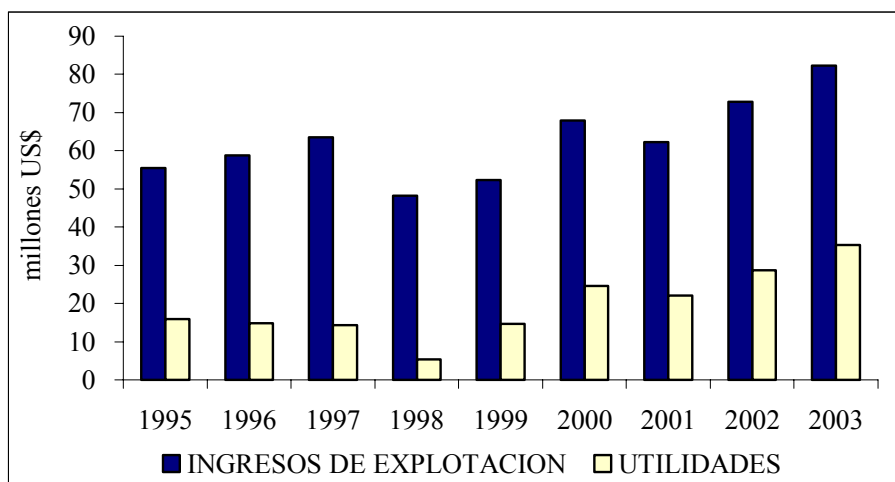
Sin embargo, la legislación chilena autoriza a que ciertos cargos se asignen al fondo. Las administradoras deben desglosar estos cargos en sus reglamentos internos y en los contratos de suscripción. No obstante, esto tiene una incidencia sobre la comparación entre fondos mutuos, debido a que hace más difícil contrastar tres cifras (rentabilidad neta, remuneración del fondo y comisiones de entrada) en vez de dos (remuneración del fondo y comisiones de entrada).

Actualmente, pocos fondos llevan a cabo esta práctica, probablemente porque entienden que los aportantes no son sensibles a las remuneraciones y por lo tanto, haría innecesario reasignar costos al fondo con el fin de reducir el porcentaje de remuneración de la administradora²³.

3.2 Retorno sobre el Capital

La industria de administración de fondos mutuos, genera ingresos del orden de US\$ 70 a US\$ 80 millones anuales, con márgenes brutos de alrededor de 40%. Las utilidades de la industria por lo tanto representan entre US\$ 20 y \$40 millones anuales.

GRÁFICO 18. Ingresos de Explotación y Utilidades Administradoras 1996-2003

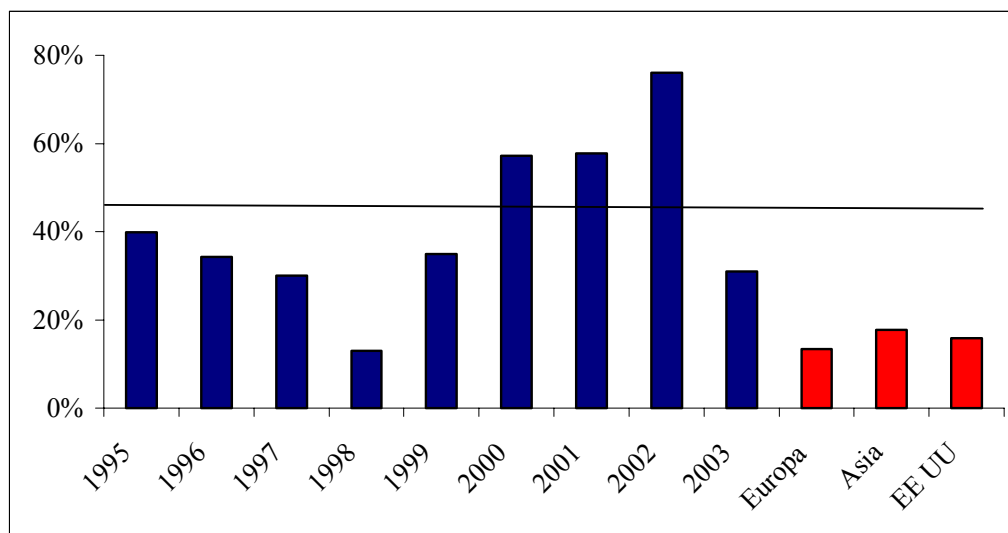


²³ A septiembre de 2003, 14 de 211 fondos contemplaban este tipo de gastos.

A partir de información de las FECUs para los años que van desde 1995 hasta 2003, se analizaron los retornos sobre el capital aportado (ROE²⁴) para la totalidad de las administradoras en operación. Los datos se muestran en el cuadro 7.

CUADRO 7. ROE Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos Chilenas 1995-2003
(ponderado por tamaño de la administradora)

	Bancarias	No bancarias	Total Mercado
1995	40,3%	4,3%	39,9%
1996	34,8%	-5,7%	34,2%
1997	30,5%	0,6%	30,0%
1998	12,2%	-8,5%	13,0%
1999	34,5%	47,5%	34,9%
2000	57,6%	46,3%	57,2%
2001	58,8%	40,0%	57,7%
2002	77,0%	54,0%	76,0%
2003	32,0%	16,0%	31,0%
Promedio	43,2%	21,6%	41,5%



Fuente: Elaboración propia en base a información pública SVS y Bloomberg.

²⁴ ROE: *Return on equity*, se define como la razón entre las utilidades del ejercicio y el patrimonio promedio entre el año actual y el año anterior.

Los ROE de las administradoras promediaron 40%, lo que ciertamente es indicativo de que existe amplio espacio para la reducción de remuneraciones. Si se aplicara el modelo CAPM a los números obtenidos, se deduciría que para que dichas rentabilidades sean de equilibrio se requeriría un beta de 13²⁵. Es decir los retornos de la industria de fondos mutuos deberían ser tan volátiles que, por cada variación de 1% del retorno de mercado, éstos deberían variar en 13%, lo cual no parece sustentarse por la simple evidencia histórica de retornos.

De todas maneras, es importante comparar las rentabilidades de los administradores chilenos, con sus pares de otras regiones en donde esta industria haya alcanzado un período de maduración.

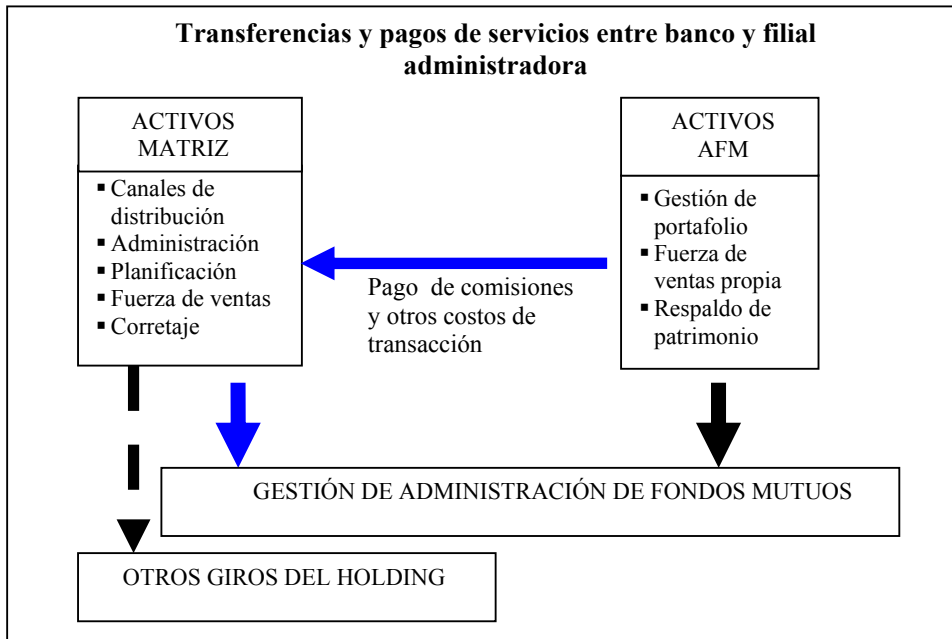
De acuerdo a información proporcionada por Bloomberg, en base a información de administradoras abiertas en bolsa, los ROE de la industria de servicios de inversión para la región Norteamérica era para el primer semestre del año 2002, de sólo **15,8%**. Para el caso de la región Europa era de **13,4%** y para el caso de Asia era de **17,8**. Bajo este prisma, los niveles de rentabilidad de la industria de fondos mutuos chilena parecen ser anormalmente superiores a lo que podría esperarse para un mercado competitivo.

Se debe reconocer, sin embargo, que **se debe ser cuidadoso a la hora de evaluar la competitividad del mercado a partir de los ROE contables**. Esto es especialmente importante cuando se trata de sociedades administradoras que no se transan en bolsa o incluso que no tienen otros accionistas distintos a la misma matriz. Esto se debe a que parte de los activos de la sociedad matriz o incluso de relacionados, es ocupado por la sociedad administradora para el desarrollo de su giro. De manera tal que, en teoría, la sociedad administradora debiera pagar esos factores a la matriz o relacionada. Sin embargo, aún cuando efectivamente la mayoría de las sociedades paga comisiones de corretaje o de venta a las corredoras de bolsa relacionadas o comisiones de ventas a sus matrices bancarias, **no podemos saber si dichos pagos se llevan a cabo en condiciones de mercado**. No podemos, por lo tanto, rechazar la hipótesis de que los ROE de las administradoras son altos porque las administradoras pagan los servicios de sus sociedades relacionadas a precios menores que los de mercado, si es que efectivamente los pagan.

En cuanto a las administradoras no bancarias, se pueden esperar menos distorsiones contables porque éstas cuentan con entidades relacionadas más pequeñas y por lo tanto existen menos transacciones entre ellas. En este caso, los ROE son menores y no superan el 5%, en forma individual²⁶. La excepción durante el período analizado, sin embargo, el caso de Larraín Vial, que exhibe ROEs superiores al 50% en los últimos tres años. Esto es muestra de que las distorsiones contables no explican completamente los altos ROEs.

²⁵ Asumiendo una tasa libre de riesgo de 6% y un premio por riesgo de 12%

²⁶ Esta cifra, sin embargo, recoge los resultados negativos de algunas administradoras recientemente formadas.



Tomando en cuenta las distorsiones contables comentadas, y si ponderamos los ROE por la mitad, éstos aún parecen altos (20%). Ciertamente el capital requerido para operar una administradora es relativamente bajo comparado con otras industrias financieras (el patrimonio promedio de una administradora es de US\$ 2 millones). Esto es muestra de que las bajas barreras de entrada no es una condición suficiente para estimular la competencia vía precios.

4 RECOMENDACIONES

A la luz de las observaciones de este estudio, se puede concluir que la competitividad del mercado de fondos de inversión abiertos depende de una serie de condiciones, complementarias entre sí, pero insuficientes por sí solas. El regulador de valores cuenta con la mayoría de las herramientas de política para incentivar la competencia en esta industria. Entre las medidas recomendadas por el lado de la oferta se pueden citar: el establecimiento de requerimientos patrimoniales razonables, la apertura del mercado a más participantes a través de estructuras simples y complementarias tales como filiales de bancos o compañías de seguros, el diseño de una infraestructura regulatoria flexible y la generación de sustitutos cercanos. Sin embargo, en el mercado chileno, buena parte de dichas herramientas ya ha sido implementada.

Aunque la coexistencia de una gran cantidad de participantes y una baja concentración del mercado es una condición que ciertamente contribuye en forma importante a la obtención de comisiones más competitivas, pero no reemplazan la participación de una demanda bien informada. En esta última área el regulador de valores cuenta con instrumentos para estimular la competencia, facilitando la toma de decisiones por parte de los inversionistas. En atención a los argumentos expuestos, las recomendaciones de este informe están basadas en la conclusión de que es la información y el conocimiento por parte de los inversionistas, el pilar más débil de la estructura del mercado. Se parte de la premisa de que la estructura de costos es la principal variable que debe ser considerada por el inversionista y que esa información debe ser puesta a disposición de éste en forma clara y expedita. En ese sentido se requiere centrar la atención de los inversionistas sobre los costos más que sobre las rentabilidades pasadas.

Tan importante como lo anterior es la condición de que dicha información sea comprensible y fácilmente accesible no sólo para inversionistas invirtiendo en fondos mutuos o en la etapa de la firma del contrato de suscripción, sino que también para aquellos inversionistas considerando invertir en un fondo mutuo.

4.1 Reforzar información a los consumidores

4.1.1 Disponibilidad y publicidad de la información

Una medida esencial consiste en la publicación de de las remuneraciones de los fondos en medios de comunicación masivos (a diferencia de Revista de Valores) como internet y medios de prensa. Un ranking de costos de los fondos mutuos, similar a lo que se publica en la Revista de Valores, es una de las herramientas más eficientes, debido a la facilidad de comparación. El

regulador debe explicar e involucrar a los medios de prensa sobre la necesidad de incentivar la competitividad en la industria²⁷.

Adicionalmente, el diseño de una “calculadora financiera” que determine los costos en pesos a pagar por una inversión en un fondo, es una buena alternativa. A modo de ejemplo, esta última herramienta es puesta a disposición de los inversionistas por FSA del Reino Unido y la SEC²⁸ de EEUU.

4.1.2 Cartolas trimestrales

Adicionalmente, debe estudiarse el envío de una cartola trimestral a todos los clientes de un fondo mutuo, cuyo contenido incluya el monto acumulado invertido, detallando adecuadamente la rentabilidad obtenida, la volatilidad, los costos y la composición del fondo de la manera en que se detalla más abajo.

4.1.3 Contenido de la información periódica

a. Presentación de la rentabilidad para múltiples períodos acompañada de la rentabilidad de un índice de referencia (mercado de fondos mutuos, Ipsa, algún índice de renta fija, tasas instrumentos Banco Central, S&P 500, etc.). En caso que la política del fondo consista en replicar o superar un determinado índice de referencia, se debería incorporar dicho índice. En caso contrario, se habría de adoptar un índice que determine la Superintendencia o la propia administradora.

Adicionalmente se podría exigir la opinión de la administradora respecto al desempeño del fondo en comparación con el índice de referencia.

b. Presentación de la volatilidad para múltiples períodos acompañada de la volatilidad de un índice de referencia (mercado de fondos mutuos, Ipsa, BCU, S&P 500, etc.)

La medición de la volatilidad puede expresarse por ejemplo, como la desviación estándar histórica de la cuota de un determinado fondo. Alternativamente podría emplearse una medida más sofisticada como el “valor en riesgo” (VaR).²⁹

²⁷ La circular N°1.581 obliga a publicar en un diario de amplia circulación antecedentes relativos a la cartera, rentabilidad, remuneraciones, etc. Sin embargo la llegada de esta información al público en general es limitada por el medio empleado, el formato de la información y la dificultad de comparar diferentes fondos.

²⁸ “Financial Services Authority” y “Securities and Exchange Commission”, respectivamente.

²⁹ En términos sencillos la diferencia entre ambos se basa en los datos empleados. Mientras la desviación estándar se refiere a la variabilidad histórica de la cuota, el VaR toma, como materia prima, la variabilidad de los activos que constituyen el fondo. El primero tiene un carácter más retrospectivo porque asume que el porfolio actual está compuesto por los activos históricos promedio, por lo tanto puede no corresponder a la volatilidad actual del fondo. Sin embargo, puede representar una proxy respecto del estilo del administrador del fondo. El VaR por su

No obstante, es recomendable implementar un sistema de información del riesgo del fondo en una etapa posterior, con el fin de minimizar la posibilidad de que un exceso de información entorpezca la capacidad de elección de los clientes.

c. Revelar el monto en pesos de la remuneración pagada por el cliente durante el año anterior

La presentación de la remuneración en este formato, se enmarca en la línea de mejorar el entendimiento de la información y de aumentar la sensibilidad de los inversionistas respecto de los costos.

Esta información se asimila a la exigida a las Administradoras de Fondos de Pensiones en su cartola cuatrimestral. Asimismo coincide con la disposición que recientemente se ha propuesto para la industria de fondos mutuos en los Estados Unidos³⁰.

d. Presentación gráfica de tenencias del fondo

También mejorando el entendimiento de la información, esta propuesta tiene como finalidad incrementar la participación de las personas en el monitoreo de sus inversiones. Adicionalmente podría exigirse una serie histórica al respecto, con el fin de detectar cambios en el estilo de inversión.

4.2 Estandarización de costos

4.2.1 Exigir que la totalidad de los gastos sea asignable a la administradora (eliminar gastos de cargo del fondo)

Esta medida permitiría validar los indicadores de remuneraciones como la herramienta de comparación entre fondos, ya que la remuneración de la administradora permitiría conocer en un solo vistazo los costos que deberá pagar el aportante, sin necesidad de deducirlos a partir de la rentabilidad histórica. Mientras más ítems de costos son autorizados, más compleja se hace la comparación. Se debe ser cuidadoso en no seguir modelos de otros mercados como el norteamericano, en donde la existencia de diversos tipos de costos sólo va en desmedro de una adecuada información del inversionista.

lado, es una medida más intuitiva (la máxima pérdida durante un lapso de tiempo con un x% de probabilidad), pero involucra una complejidad mucho mayor en su cálculo. No sabemos de algún mercado en que se exija.

³⁰ Ver “Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003”

4.2.2 Revelar comisiones periódicas cobradas por fondos en los cuales el fondo invierte

Cuando un fondo invierta en cuotas de otros fondos, nacionales o internacionales, tanto el Reglamento Interno como el contrato de suscripción de cuotas, debe revelar el monto total de comisiones periódicas, en términos porcentuales, cargadas al fondo originadas en fondos en los cuales invierte directamente. De esta manera se agregaría un nuevo ítem “*cargos de inversión en otros fondos*”, dentro de los costos contemplados en el reglamento interno y en el contrato de suscripción de cuotas. Bajo el actual esquema de información de costos, los costos de inversión en otros fondos, no son revelados y solamente se manifiestan a través del valor de la cuota. Por lo tanto, cuando en la práctica un determinado fondo pueda mostrar una baja remuneración de la administradora, los costos asumidos por los aportantes por el pago de comisiones hacen que los costos efectivos dupliquen o tripliquen dicha remuneración.

Esta propuesta está línea con la práctica aplicada por 17 de los 18 países con mercados más grandes de fondos mutuos, en donde se obliga a revelar estos porcentajes³¹.

4.2.3 Regular remuneraciones variables

Las remuneraciones variables, también conocidas como comisiones de éxito o desempeño, consisten en una participación de la administradora en la rentabilidad de la cuota, una vez superado cierto umbral. Independientemente de su legitimidad, que puede ser discutible, esta modalidad de cobro también entorpece la comparación entre los productos y es muy fácil de que pase inadvertida por el inversionista³². Un inconveniente adicional de este tipo de remuneraciones es que este esquema crea un incentivo adicional para el administrador de aumentar el riesgo de la cartera con el fin de aumentar a su vez el retorno esperado. Esto se debe a que el administrador se beneficia de la mayor rentabilidad pero no se ve perjudicado por el mal desempeño de la cartera.

4.3 Profesionalismo de la labor de distribución y ventas

El procedimiento de venta de cuotas de fondos mutuos, especialmente en el punto de contacto con cliente, aún tiene un gran espacio para mejorar. El personal involucrado en esta área debe contar con mejor preparación técnica en la venta de cuotas y no descansar en un conocimiento

³¹ La excepción es el Reino Unido. Ver IOSCO (International Organization of Securities Commissions) “Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire” Septiembre 2003.

³² Al menos la regulación debe contemplar más específicamente este tipo de cargos. La mayoría de los países establecen restricciones al uso de este tipo de comisiones (tipo de inversionistas, benchmark apropiado, método de cálculo o frecuencia). Ver IOSCO op cit.

superficial del producto. Debe existir una mención explícita y completa de los costos asumidos por el cliente y en general del reglamento del fondo en cuestión.

Prioritariamente podría ser labor de la misma industria elevar los estándares de actuación en este aspecto. En su defecto, el regulador podría estudiar la exigencia de exámenes de conocimientos mínimos para ejercer la labor de ventas e incluso contemplar la incorporación de sanciones civiles en la ley, ante la existencia de prácticas deficientes de comercialización.

4.4 Recomendaciones para la industria de fondos mutuos

4.4.1 Implementación y aplicación efectiva de un código de buenas prácticas de conducta de negocios

Consideramos que es una labor de la industria, el desarrollar estándares de prácticas en la comercialización de productos en donde se destaquen al menos tres áreas de importancia: 1) adecuado entrenamiento del personal involucrado en la venta de cuotas; 2) Divulgación transparente y comparativa de los costos involucrados y 3) Responsabilidad respecto a la adecuación (*Suitability*) del producto que se ofrece, en base a las características del cliente.

4.4.2 Reforzar entrenamiento de personal involucrado en la distribución de cuotas

La industria debe poner énfasis en el entrenamiento de todas las personas involucradas en el proceso de venta de cuotas, incluyendo ejecutivos bancarios. Es necesario que dichas personas conozcan a cabalidad sus productos en relación a sus costos, riesgo y comparabilidad con sus competidores.