



Universidad de Chile
Facultad de Economía y Negocios
Escuela de Economía y Administración

Análisis de la Industria de Fondos Mutuos

SEMINARIO DE TÍTULO INGENIERO COMERCIAL,
MENCIÓN ECONOMÍA

Integrantes:

Claudio Poblete M.

Fabián Linares F.

Profesor guía: Arturo Rodríguez P.

Santiago, Chile
Diciembre de 2006

Abstracto

El objetivo de nuestro trabajo es analizar el funcionamiento del mercado de Fondos Mutuos en Chile. Para esto se estudia la evolución que ha tenido la industria desde sus inicios hasta el año 2006 en términos de patrimonio administrado, partícipes en el sistema, uso de derivados, estructura de comisiones y aspectos tributarios. Además se muestra como han evolucionado estas variables para cada uno de los 8 tipos de Fondos Mutuos existentes hasta la fecha.

Luego del análisis de la industria de Fondos Mutuos se muestran los principales indicadores para medir el desempeño de éstos, así como los resultados de su aplicación en diferentes investigaciones posteriores a 1990 tanto nacionales como internacionales.

Se concluye que la industria de Fondos Mutuos ha tenido una constante evolución desde sus inicios, pero no sin dificultades. Las crisis de los años 80, así como la crisis de 1997 hicieron perder dinamismo al sector implicando el retiro de muchos partícipes y la disminución del patrimonio administrado. En cuanto al uso de instrumentos derivados la cantidad invertida ha sido variable con mayores alzas en contratos de “Futuros” y “Forward” de Compra y mayores bajas en “Opciones de venta” en el periodo 2000-2005.

Con respecto a los principales estudios que se analizan en este trabajo se encuentra que los Fondos Mutuos en promedio no han generado rendimientos superiores para los inversionistas.

Nuestro trabajo sirve para interiorizarse en el funcionamiento de la industria y como una primera parte del análisis más específico que realizarán los autores sobre los flujos hacia los Fondos Mutuos, así como el desempeño de las inversiones en derivados y el desempeño de las “Familias” de Fondos Mutuos, trabajos que serán presentados como Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas.

Índice

Industria de Fondos Mutuos	4
DESCRIPCIÓN GENERAL	4
ASPECTOS TRIBUTARIOS DE LOS FONDOS MUTUOS	7
INVERSIÓN EN INSTRUMENTOS DERIVADOS	9
ESTRUCTURA DE COMISIONES, REMUNERACIONES Y GASTOS.....	12
Tipos de Fondos Mutuos	15
<i>Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.</i>	16
<i>Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días</i>	16
<i>Fondos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo</i>	17
<i>Fondo Mutuo Mixto</i>	17
<i>Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de capitalización</i>	17
<i>Fondo Mutuo de libre inversión</i>	18
<i>Fondo Mutuo estructurado</i>	18
<i>Fondo Mutuo dirigido a inversionistas calificados</i>	19
Métodos para evaluar desempeño	22
<i>Ratio de Sharpe</i>	22
<i>Alfa de Jensen</i>	23
<i>Ratio de Treynor</i>	23
<i>Ratio de Treynor y Black</i>	23
<i>Ratio de Sortino</i>	24
MODELOS PARA DETECTAR HABILIDAD DE TIMING	24
<i>Modelo de Treynor y Mazuy</i>	24
<i>Modelo de Henriksson y Merton</i>	25
OTROS MODELOS PARA MEDIR DESEMPEÑO	25
<i>Modelo de tres factores de Fama y French</i>	25
<i>Modelo de cuatro factores de Carhart</i>	25
<i>Modelo de Ferson y Schadt</i>	26
Evidencia empírica relacionada a la industria de Fondos Mutuos	27
EVIDENCIA INTERNACIONAL	27
<i>On The Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Fund</i>	27
<i>Why So Many Mutual Funds?</i>	27
<i>Mutual Fund Families, Market Segmentation and Financial Performance.</i>	27
<i>Incentive Fees and Mutual Funds</i>	28
<i>Evaluating and Investing in Equity Mutual Funds</i>	28
EVIDENCIA NACIONAL	29
<i>Desempeño y ranking de los Fondos Mutuos de renta variable en Chile desde 1992 a 1995</i>	29
<i>Rentabilidades, comisiones y desempeño en la industria chilena de Fondos Mutuos</i>	30
<i>Estilos, timing e imitación en los Fondos Mutuos accionarios chilenos</i>	30
Conclusión	32
Bibliografía	34

Industria de Fondos Mutuos

Descripción General

La Ley 1.328 de 1976 define un Fondo Mutuo como un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas el cual puede ser invertido en valores de oferta pública y bienes que la ley permita, esto último es realizado por una sociedad administradora bajo la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). El riesgo de la inversión del Fondo Mutuo es asumido por los aportantes, llamados partícipes. Los aportes quedarán expresados en cuotas del fondo.

La industria de Fondos Mutuos se ha desarrollado fuertemente desde su creación a mediados de los años 70. Luego de un comienzo en el cual se manejaban cerca de 2 millones de dólares la industria tuvo que sufrir las crisis internacionales de los años '80 que tuvieron gran repercusión en nuestro país y que significaron que una enorme cantidad de partícipes se retirara y por ende las administradoras vieron disminuir el patrimonio que manejaban. Con la llegada de la década del 90 también llego un nuevo "aire" para la industria. En diciembre de 1990 las administradoras en su conjunto manejaban aproximadamente 103.264 MM\$ y contaban con 20.809 partícipes. En esa época existían 3 categorías o tipos de Fondos Mutuos siendo estas Fondos Mutuos de Corto Plazo, Fondos Mutuos de Mediano y Largo Plazo y Fondos Mutuos de Renta Variable. En diciembre de 2006 existen 8 categorías de Fondos Mutuos, la industria maneja un patrimonio de 6.347.241 MM\$ y cuenta con 459.900 partícipes o inversionistas que confían sus recursos en las administradoras. Este gran salto en la industria no fue sin dificultades. Existen 2 sub periodos en que se puede dividir. Antes de la crisis del 97 el crecimiento era muy importante y siempre a tasas positivas. Así en 1997 la industria contaba con un patrimonio aproximado de 1.344.388 MM\$ con 129.999 partícipes. Sobrevino la crisis y por primera vez desde 1990 se redujo el patrimonio administrado a 936.132 MM\$ en 1998 y el número de partícipes a 115.301. Posteriormente desde 1998 junto con la reactivación de la economía también se fue reactivando la industria de Fondos Mutuos. Junto con el crecimiento de la industria los Fondos fueron invirtiendo parte de sus recursos en el exterior ampliando las posibilidades de diversificación.

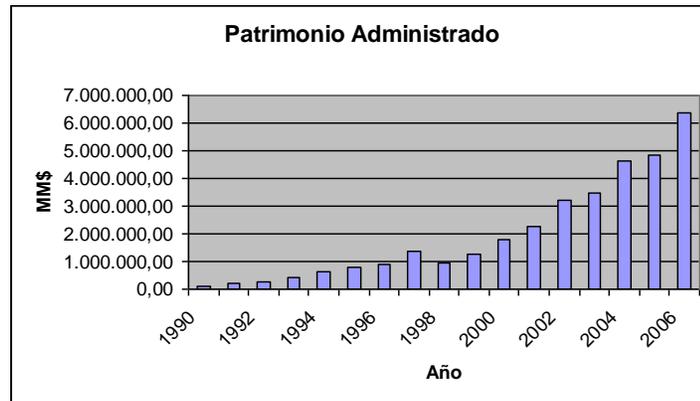
Parte importante de la evolución que ha tenido la industria de Fondos Mutuos se debe a menores restricciones que se han introducido en la Ley de Opas¹ y la ley 19.768 o ley de Mercado de Capitales ². Las principales materias que contiene la Ley de Opas y que afectan a la industria son³: Antes de la ley el número de partícipes mínimos que podían estar luego de 6 meses de aprobar el reglamento interno eran de 200, mientras que con la Ley esta cifra se redujo a 50 o 5 si entre los partícipes existe un inversionista institucional. Además se les permitió realizar venta corta y se ampliaron los límites de inversión en Fondos de Inversión tanto abiertos como cerrados extranjeros y en instrumentos de securitización lo que contribuye aún más al acceso a diversificar y obtener mayores retornos con mejor manejo de los niveles de riesgo. Por su parte la Ley de Mercado de Capitales 1 permite que las sociedades administradoras puedan recibir dinero de sus aportantes tanto en moneda nacional como extranjera, pudiendo además existir el rescate en moneda extranjera. Otra variación importante que se produjo es la posibilidad que tienen las administradoras de crear distintas series para las cuotas. Esta variación se hizo principalmente para destinar series específicas a recibir dineros de los partícipes a través de su ahorro previsional voluntario. Otra modificación importante es la autorización para que un Fondo Mutuo invierta en otro Fondo Mutuo si este último pertenece a otra administradora y se permite invertir hasta un 25% del activo de una administradora en instrumentos de una sola sociedad. Además se autoriza a las administradoras a tener deuda con el fin de que participen en el mercado de derivados, pagar rescates u otras actividades que les sean autorizadas.

Otras importantes modificaciones que surgieron el año 2002 fueron la nueva clasificación de los tipos de Fondos Mutuos pasando de 3 a 8 y la obligatoriedad de que las administradoras publiquen trimestralmente en un diario de circulación nacional la cartera de inversiones de cada uno de los fondos que administre. Esta importante decisión le da más transparencia a la industria y además permite que se realicen nuevas investigaciones relacionadas con los Fondos Mutuos.

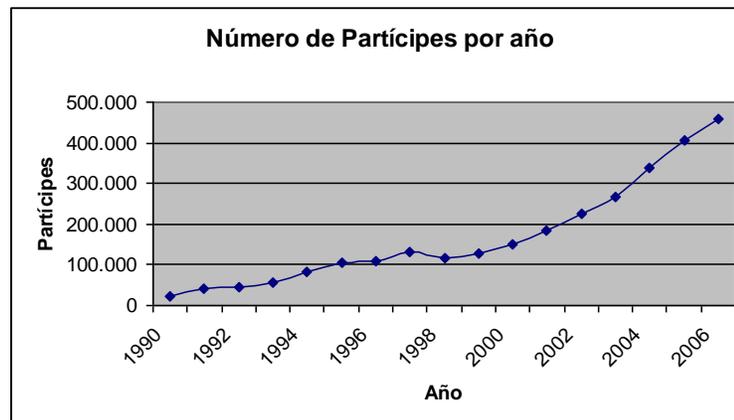
¹14/12/2000: Ley 19.705 o “Ley de Opas”: Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos.

² Promulgada el 7 de Noviembre de 2001.

³ Fuente: Vicente Lazén (2004): “Competitividad de la industria de Fondos Mutuos en Chile”. Documento de trabajo N°1 de la Superintendencia de Valores y Seguros.



Evolución del Patrimonio administrado por los Fondos Mutuos desde 1990 a 2006.
 Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.



Evolución del Número de Partícipes en el sistema desde 1990 a 2006.
 Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.

Aspectos tributarios de los Fondos Mutuos

En Chile así como en otros países del mundo, los beneficios que se obtienen de las inversiones realizadas están en general afectos al pago de impuestos. En el caso de los Fondos Mutuos deben pagar impuesto tanto las sociedades administradoras como los partícipes, sin embargo estos últimos tienen una serie de beneficios que hacen atractivo el sistema.

Las sociedades administradoras deben tributar de acuerdo a una sociedad anónima, la cual debe pagar un impuesto de primera categoría de 17% sobre las utilidades anuales. El Impuesto de Primera Categoría es pagado por la sociedad, pero constituye un crédito para los partícipes. Los partícipes residentes reciben un crédito contra su Impuesto Global Complementario por las ganancias realizadas. Los partícipes no residentes reciben un crédito contra el Impuesto Adicional que deben pagar sobre las ganancias remesadas al extranjero.

En el caso de partícipes en Fondos Mutuos, la normativa tributaria señala que se pagan impuestos sólo por el "mayor valor" de sus inversiones en estos instrumentos de ahorro, es decir, sólo se pagan impuestos por la rentabilidad que generan las inversiones en Fondos Mutuos. El "mayor valor" es la diferencia entre el valor de la cuota del Fondo Mutuo a la fecha de rescate y el valor de la misma a la fecha de inversión, esta última reajustada por la variación del IPC en el período. Finalmente dicho valor es considerado como ingreso para calcular el tramo que le corresponde al partícipe en el impuesto global complementario. En el ejemplo 1 se muestra lo antes mencionado.

Por otra parte, los partícipes de acuerdo al impuesto a la renta gozan de ciertos beneficios. Los partícipes de Fondos Mutuos que invierten mayoritariamente en renta variable tienen la posibilidad de deducir de sus impuestos anuales un porcentaje del mayor valor obtenido al rescate de sus cuotas. Este beneficio corresponde a un 5% del mayor valor obtenido al rescate, si el Fondo Mutuo mantuvo en el año un promedio de 50% de sus activos invertidos en acciones. Adicionalmente si el partícipe obtuvo un "ahorro neto positivo", es decir, hizo mas aportes que retiros, obtiene un crédito correspondiente a 15% del "ahorro neto positivo" al momento de efectuar el pago del

impuesto Global Complementario. Lo anterior tiene como objetivo incentivar el ahorro, especialmente el ahorro de largo plazo.

Ejemplo N° 1: "MAYOR VALOR" PARA UN PARTÍCIPE

Una persona invierte \$ 500.000 en un Fondo Mutuo el día 1 de enero.

Ese día la cuota del Fondo Mutuo tiene un valor de \$1.000, por lo que la persona adquiere 500 cuotas. Supongamos que el día 15 de Octubre, la persona debe realizar un gasto imprevisto, por lo que decide rescatar 100 cuotas, las que a esa fecha tienen un valor de \$1.120 c/u. Esto es, el Fondo Mutuo ha rentado un 12% en el período.

Si la variación del IPC durante el período ha sido de 3%, el valor "actualizado" de la cuota a la fecha en que ingresó al Fondo Mutuo (1 de enero) es de \$1.030 (= \$1.000 x 1,03).

Luego, el "mayor valor" obtenido en el período es de \$90 por cuota (= \$1.120 - \$1.030).

Dado que la persona ha rescatado 100 cuotas, el "mayor valor" obtenido por las cuotas que ha rescatado es de \$9.000 (= \$90 x 100 cuotas).

Luego, la persona deberá incorporar esos \$9.000 al conjunto de ingresos obtenidos durante el año para efectos de calcular sus impuestos.

Fuente: Ejemplo obtenido de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.
Pagina Web: www.fondosmutuos.cl

Inversión en instrumentos Derivados

El número 10 del artículo 13 de la ley 1.328 sobre la administración de los Fondos Mutuos permite que estos suscriban contratos derivados tanto para comprar o vender “Futuros” u “Opciones de compra” y Venta sobre activos, valores e índices. Los activos que pueden cubrir incluyen monedas, tasas de interés e instrumentos de renta fija y acciones e índices accionarios, todos y cada uno de ellos autorizados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Será SVS la que determine las disposiciones generales y los límites o restricciones a la que estará afecta la industria de Fondos Mutuos.

De acuerdo a la SVS para que un derivado sobre un índice sea elegible para los Fondos Mutuos debe existir una metodología clara de cálculo por parte de los administradores del índice y esta información junto con la evolución del valor del índice debe estar públicamente disponible. De todos modos existen restricciones. Para los “Futuros” o “Forward” no se puede comprometer a vender más de lo que efectivamente tiene invertido el Fondo Mutuo en los instrumentos que componen el índice incluyendo lo que se está obligado a vender por la introducción de “Opciones de compra”. Para el caso de comprar una parte del índice no se puede comprometer más del 15% del activo del fondo incluyendo el monto obligatorio por la emisión de la opción de venta, y si uno de los componentes del índice representa más del 50% del total del índice el Fondo Mutuo no puede comprometerse a comprar más del 10% de su activo. En el caso de los Fondos Mutuos Estructurados el porcentaje que puede comprometerse a comprar incluyendo el monto obligatorio por la emisión de “Opciones de venta” no puede representar más del 100% del activo.

Para la inversión en derivados sobre productos, commodities o títulos representativos de estos los Fondos Mutuos deben estar autorizados para invertir en el activo subyacente al derivado. En el caso de comprometerse a vender un determinado commodity a través de “Futuros” o “Forward”, esta cantidad junto con la cantidad que se está obligado a vender por la emisión de “Opciones de compra” no puede exceder la cantidad del commodity efectivamente mantenida por el Fondo Mutuo. Para el caso de comprometerse a comprar un commodity a través de “Futuro” o “Forward”, está

cantidad junto con la obligación de comprar por el lanzamiento de “Opciones de venta” no puede ser superior al 10% de los activos administrados por el Fondo Mutuo.

En el cuadro N°1 se observa la tendencia de la inversión de Fondos Mutuos en el mercado de derivados. La información esta separada en contratos de “Futuros” y “Forward” de compra, contratos de “Futuros” y “Forward” de venta, “Opciones de venta” y “Opciones de compra”. La inversión promedio efectuada por el total de Fondos Mutuos en contratos de “Futuros” y “Forward” de compra en 2000 era de \$ 2.943 millones. En 2005 la inversión en términos de monto comprometido sumaba \$1.720.020 millones. La inversión promedio efectuada por el total de Fondos Mutuos en contratos de “Futuros” y “Forward” de venta en 2000 era de \$ 70.158 millones. En 2005 la inversión en términos del monto comprometido sumaba \$ 472.575. La inversión promedio efectuada por el total de Fondos Mutuos en “Opciones de compra” en 2000 era de \$ 7.312 millones, valorizadas a precio de ejercicio del subyacente. En 2005 la inversión sumaba \$ 39.650. La inversión promedio del total de Fondos Mutuos en “Opciones de venta” en 2000 era de \$ 4.641 millones, valorizadas a precio de ejercicio del subyacente. En 2005 la inversión sumaba \$ 760 millones. La mayor alza de la industria se efectuó en contratos de “Futuros” y “Forward” de compra. La mayor baja de la industria se efectuó en “Opciones de venta”, incluso en 2003-04 la industria no realizo inversiones en este tipo de instrumento.

CUADRO Nº 1: SE MUESTRA LA EVOLUCIÓN DE INVERSIONES EN CONTRATO A “FUTUROS”, “FORWARD” Y OPCIONES POR FONDOS (1) ENTRE 2000 – 2005.

Fecha	“Futuro” y “Forward” de compra		“Futuro” y “Forward” de venta		“Opciones de compra”		“Opciones de venta”	
	(2) Monto comprometido	(3) Valorización de mercado del contrato	(2) Monto comprometido	(3) Valorización de mercado del contrato	(4) Valorización a precio de ejercicio	(5) Valorización de mercado activo objeto	(4) Valorización a precio de ejercicio	(5) Valorización de mercado activo objeto
2000	2.943	2.953	70.158	71.415	7.312	6.431	4.641	4.374
2001	1.639	1.660	139.622	145.658	1.994	1.575	105	127
2002	3.940	3.929	110.027	110.530	1.069	903	497	542
2003	1.128	1.121	147.313	133.825	57	59		
2004	1.921.541	1.892.130	196.205	96.796	8.994	9.006		
2005	1.720.020	1.722.798	472.575	468.700	39.650	40.734	760	764

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la superintendencia de valores y seguros.

(1) Cifras promedio en millones de pesos. Para efectos de presentar los totales en moneda chilena, los patrimonios de los fondos que llevan su contabilidad en moneda extranjera, se convirtieron a pesos utilizando el tipo de cambio correspondiente a la fecha a que se refieren las estadísticas.

(2) Monto comprometido es el valor total de los contratos suscritos, utilizando para estos efectos el precio futuro acordado en el contrato.

(3) Valorización de mercado de contrato es el valor total de los contratos suscritos, utilizando para estos efectos el precio de mercado de los contratos.

(4) Valorización a precio de ejercicio es el valor total que representa el número de unidades del activo objeto del contrato, valorizadas a precio de ejercicio.

(5) Valorización de mercado activo objeto es el valor total que representa el número de unidades del activo objeto del contrato, valorizadas al valor de mercado del activo objeto.

Estructura de comisiones, remuneraciones y gastos

La estructura de cobros por la administración de los Fondos Mutuos es un porcentaje del monto aportado por los partícipes y según ley esta clasificada en: remuneraciones, gastos de operación y comisión de colocación.

Las remuneraciones cobradas por las administradoras de Fondos Mutuos son catalogadas en dos grupos: el primero es una tasa única que cobra la administradora independiente de la rentabilidad que el fondo obtenga. En la segunda se establecen márgenes cobrando una tasa mínima por la administración y máxima dependiendo de la rentabilidad que el fondo obtenga, así los más rentables deberían establecer remuneraciones mayores. De acuerdo a la ley las administradoras de los fondos deben establecer el porcentaje a cobrar en su reglamento interno, no pudiendo cobrar una remuneración diferenciada por fondo o por serie. Caso similar ocurre con los gastos de operación. En dicho caso la administradora cobra un porcentaje fijo de la inversión inicial establecido en su reglamento interno. Por otra parte, la administradora podrá cobrar una comisión de colocación que se encuentra dividida en tres partes: la primera muestra la comisión máxima, es decir, el porcentaje de cobro máximo por el periodo que se mantuvo la inversión en el fondo, la segunda muestra la comisión mínima, la cual aplica cuando la inversión se mantuvo por un periodo prolongado de tiempo y la tercera es una comisión única que se cobra independiente del periodo en que permanezca la inversión. El cuadro 5 se muestra como ha evolucionado la estructura de comisiones, remuneraciones y gastos durante el periodo comprendido entre los años 2000 y 2005. Los datos son porcentajes de la inversión original y son un promedio de los cobros en el mes de diciembre en cada año. Las remuneraciones en promedio se han mantenido. En 2001 las sociedades que cobraban tarifa única, tenían una remuneración de 2,5%. En 2005 se produce un aumento de solo 0,12% llegando a un 2,62%. Lo mismo ocurre en administradoras que establecen remuneraciones de acuerdo a un máximo o un mínimo. No obstante, ha existido un alza significativa de tarifas en los Fondos Mutuos considerando las comisiones por colocación. En 2001 las administradoras que cobraban tarifa única, tenían una comisión de 0,04%. En 2005 la comisión representaba 0,81% de la inversión. En el caso de sociedades que cobran máximo y mínimo el crecimiento de tarifas también fue importante. En 2005 la tarifa

máxima por comisión de colocación llegaba a 1,99% siendo solo un 1,2% en 2000 y la tarifa mínima llego a 0,52% siendo en 2001 solo 0,05%.

CUADRO N° 2: SE MUESTRA LA EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE COMISIONES, REMUNERACIONES Y GASTOS DE OPERACIÓN ENTRE 2000 – 2005. VALORES PROMEDIO CONSIDERANDO DICIEMBRE DE CADA AÑO

Fecha	Comisión de colocación (1)			Remuneración anual administrado(2) (% sobre patrimonio neto)			Gasto de oper. anual
	Máx.(3)	Mínimo	Único	Máximo	Mínimo	Único	
2000	1,20%	0,05%	0,04%	1,13%	0,45%	2,50%	0,01%
2001	1,19%	0,04%	0,06%	0,68%	0,28%	2,73%	0,02%
2002	2,22%	0,24%	0,15%	1,52%	0,58%	2,61%	0,12%
2003	1,88%	0,48%	0,15%	1,20%	0,50%	2,21%	0,12%
2004	1,94%	0,54%	0,37%	1,28%	0,43%	2,13%	0,24%
2005	1,99%	0,52%	0,81%	1,51%	0,50%	2,62%	0,52%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la superintendencia de valores y seguros.

(1) Las comisiones de inversión incluyen IVA.

(2) De acuerdo a la Ley, la remuneración de la sociedad por su administración se devengará diariamente y deberá establecerse, al igual que las comisiones, en el reglamento interno de cada fondo mutuo. Los porcentajes son anuales e incluyen el IVA que el fondo paga sobre la remuneración.

(3) Las comisiones mínima y máxima dependen de los días de permanencia de la inversión en el fondo

Tipos de Fondos Mutuos

Como una manera de proveer información a los inversionistas en enero del año 2002 ⁴ se amplió la clasificación de los Fondos Mutuos a ocho categorías:

- Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.
- Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días.
- Fondos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.
- Fondo Mutuo mixto.
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de capitalización.
- Fondo Mutuo de libre inversión.
- Fondo Mutuo estructurado.
- Fondo Mutuo dirigido a inversionistas calificados.

La categoría a la que pertenezca el fondo deberá quedar definida en el reglamento interno del fondo e implicará quedar sujeto a restricciones sobre los porcentajes invertidos en cada tipo de papel. Además, el fondo deberá indicar si solo invierte en papeles nacionales, si invierte en papeles extranjeros o si contempla la utilización de contratos de derivados.

⁴ Circular N°1.578 del 17 de Enero de 2002 que entró a operar en abril de 2002 y que deroga la circular 781 de Febrero de 1988 donde existían solo 3 tipos de fondos (de corto plazo, de mediano y largo plazo y de renta variable).

Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.

Los Fondos Mutuos de esta categoría están obligados a cumplir dos condiciones:

1. Debe invertir en instrumentos de deuda de corto plazo o de mediano y largo plazo.
2. La duración, entendida como el promedio ponderado de los vencimientos de sus flujos de caja, debe ser menor a 90 días.

Esta categoría es la que domina la industria, ya que desde que se amplió la categoría de tipos de Fondos Mutuos tiene la mayor cantidad de patrimonio administrado y el mayor número de partícipes. Esta es una categoría importante para las empresas que pueden invertir en este tipo de fondos para administrar sus flujos de caja. Al 11 de diciembre del 2006 esta categoría tiene el 49,8% del patrimonio del sistema mientras que el 2002 manejaba el 45,8%. En cuanto a los partícipes, un 27,44% del total, a diciembre del 2002, pertenecían a este grupo, manteniéndose esta cifra relativamente estable llegando a un 29,4% al 2006. El número total de partícipes bajó el 2003 con respecto al 2002, pero luego ha ido incrementándose en número.

Fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días

Para tener esta clasificación el fondo puede invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano o largo plazo, pero con la obligatoriedad de mantener la duración de la cartera menor a 365 días.

En el año 2002 este tipo de fondo administraba el 11,7% de los recursos en el sistema mientras que al 10 de diciembre del 2006 los recursos manejados caen en proporción a los recursos totales llegando a administrar el 5% de los recursos. Con respecto a los partícipes, el número total aumento el 2003 para decrecer el 2004 y 2005 retomando tasas de crecimiento positivas en 2006. Con respecto al resto de los fondos la participación ha bajado desde tener un 17,46% de los partícipes en 2002 hasta llegar a un 9,35% en el 2006.

Fondos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo

Esta clase de fondos puede invertir en instrumentos de corto, mediano y largo plazo. Se debe especificar en el reglamento del fondo la duración máxima y mínima teniendo que ser esta última superior a los 365 días.

El año de la división en las 8 categorías este tipo de fondo administraba el 35,68% de los recursos del sistema cayendo a manejar solo el 19,89% hacia diciembre del 2006.

Esta categoría también ha sido variable en cuanto al número total de partícipes invirtiendo en ellos con aumentos en el número total entre 2003 y 2004 para disminuir en 2005 y crecer nuevamente en 2006. La proporción de partícipes con respecto al total ha disminuido, ya que mientras el 2002 tenía el 37,03% de los partícipes esta cifra cayó a 28,93% a diciembre de 2006.

Fondo Mutuo Mixto

Este tipo de fondo puede invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, además de instrumentos de capitalización. Al momento de la creación del fondo debe especificar en su reglamento interno los límites máximo y mínimo de los activos que invertirán en instrumentos de capitalización. Además la diferencia entre los porcentajes fijados no podrá ser superior al 50% de los activos del fondo.

La proporción de activos administrados como proporción del total no ha sufrido variaciones para esta categoría manteniendo el 3,6% que administraba el 2002.

La evolución de este tipo de Fondo con respecto al número de partícipes ha ido en aumento desde el 2002 al 2006, pero la proporción de partícipes con respecto al total se ha mantenido estable pasando de un 6,4% a un 6,84%.

Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de capitalización

Los fondos clasificados en esta categoría deberán invertir en instrumentos de capitalización al menos el 90% de los activos manejados. El resto puede invertirlos en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.

Los recursos administrados por este fondo como proporción del total han sufrido un gran aumento y es una de las causas que explica la disminución en otras categorías. En el año 2002 este tipo de Fondo administraba el 2,2% del patrimonio del sistema mientras que a la fecha tiene una participación del 11,01%. En cuanto al número de partícipes ha aumentado pasando de 32.352 de diciembre de 2002 a 112.554 en diciembre de 2006. La participación también ha aumentado teniendo el 14,55% de los partícipes en 2006 con respecto al 8,46% que captaba en 2002.

Fondo Mutuo de libre inversión

Como su nombre lo indica este tipo de fondo no está obligado a invertir en un tipo específico de papeles ni en plazos específicos. La SVS clasifica en esta categoría a aquellos fondos que no clasifican en ninguna de las restantes categorías.

Esta categoría también ha tenido un aumento en su participación partiendo con un 1,04% del patrimonio total en 2002 hasta llegar a un 5,52% en diciembre de 2006.

La capacidad de captar partícipes en relación a los fondos anteriores se ha mantenido baja en los 5 años pasando de un 3,2% del total en 2002 a un 5,7% del total en 2006, sin embargo de acuerdo al número total de partícipes, en este tipo de fondos la cantidad se ha mas que triplicado pasando de 12.246 partícipes en 2002 a 44.348 en 2006.

Fondo Mutuo estructurado

Fondo Mutuo estructurado es aquel que de acuerdo a su política de inversiones ofrezca al inversionista la obtención de una rentabilidad previamente definida, pudiendo ser ésta fija o variable.

Para incluir la definición de “garantizado”, “afianzado”, “asegurado” u otra similar deberá cumplir con una garantía con requisitos específicos que define la SVS con el fin de asegurar que el fondo cumplirá con la rentabilidad prometida.

Esta categoría tiene una historia más reciente con fondos administrados solo a partir del 2003. A diciembre de ese año su participación con respecto al patrimonio total administrado era de un 0,91%. Lentamente ha tenido un avance en sus niveles de

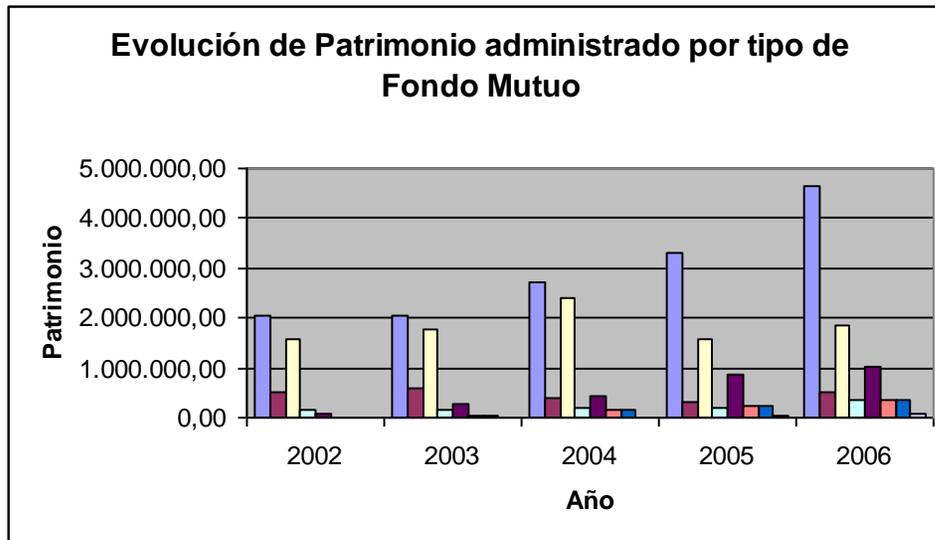
participación llegando a administrar en diciembre de 2006 el 3,87% del patrimonio de la industria de Fondos Mutuos.

Este tipo de fondos tiene baja cantidad de partícipes con respecto al total llegando a 5%, pero si comparamos con el porcentaje de partícipes que había en 2003 (1%) vemos que existe un crecimiento importante en participación. Más interesante aún es observar que el número total de partícipes que tenía este tipo de Fondo en 2003 era de 4.609 mientras que a la fecha llega a 38.287, más de 8 veces la cifra de 2003.

Fondo Mutuo dirigido a inversionistas calificados

Estos fondos están limitados a inversionistas definidos en la N.C.G número 19 de agosto del 2001 que permite que solo inviertan institucionales, intermediarios, personas o empresas con inversiones superiores a UF 2.000. Estos fondos pueden clasificarse en uno de los 7 anteriores, ajustándose a las limitaciones de cada uno. Esto debe quedar especificado en el reglamento interno del fondo.

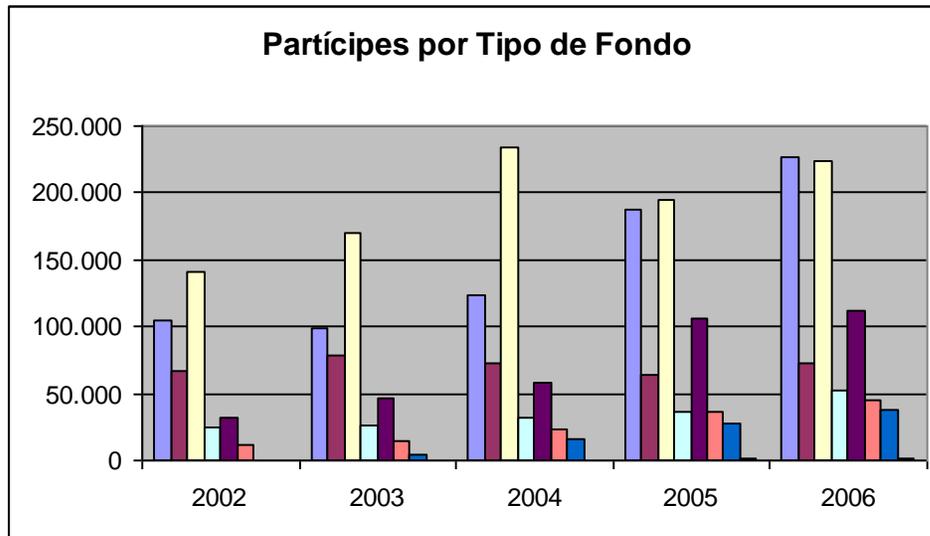
La historia de este tipo de Fondo Mutuo es aún más reciente que la del tipo estructurado, ya que solo comienza a administrar patrimonio en el año 2004. A diciembre del 2004 administraba el 0,2% del patrimonio total. Esa proporción ha ido aumentando levemente hasta llegar a administrar el 0,75% de los recursos en diciembre de 2006. Comparar la proporción de partícipes en esta categoría no tiene mucho sentido, ya que por ser inversionistas calificados es obvio que la cantidad es menor. Sin embargo podemos ver que el número de partícipes se ha incrementado pasando desde 150 el 2004 a 1.825 en diciembre de 2006.



Se muestra en el gráfico por orden los siguientes tipos de Fondos Mutuos

- 1.- De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.
- 2.- De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días.
- 3.- De inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.
- 4.- Mixtos.
- 5.- De inversión en instrumentos de capitalización.
- 6.- De libre inversión.
- 7.- Estructurados.
- 8.- Dirigidos a inversionistas calificados.

Fuente: Elaboración propia a partir de estadísticas de la asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.



Se muestra en el gráfico por orden los siguientes tipos de Fondos Mutuos

- 1.- De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.
- 2.- De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días.
- 3.- De inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.
- 4.- Mixtos.
- 5.- De inversión en instrumentos de capitalización.
- 6.- De libre inversión.
- 7.- Estructurados.
- 8.- Dirigidos a inversionistas calificados.

Fuente: Elaboración propia a partir de estadísticas de la asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.

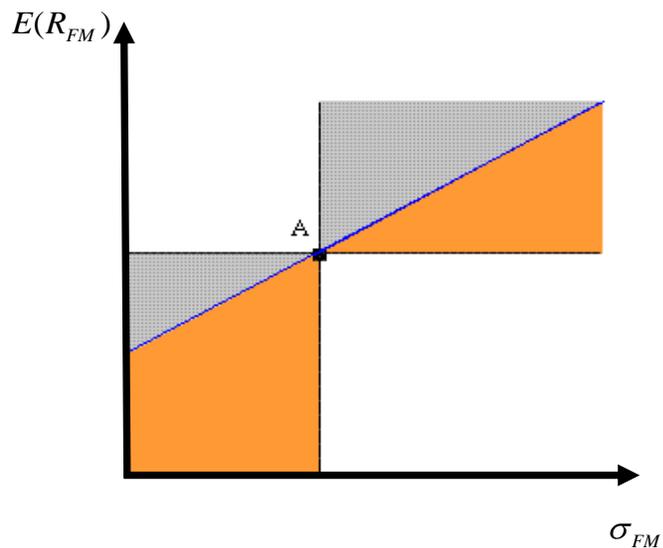
Métodos para evaluar desempeño

Ratio de Sharpe

Este índice muestra el exceso de rentabilidad de la cartera sobre la tasa libre de riesgo por unidad de riesgo total. Una cartera estará mejor gestionada mientras mayor sea el resultado del índice.

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{R_{FM} - R_f}{\sigma_{FM}}$$

Gráficamente:



En el gráfico podemos observar que todos los puntos que se sitúan en la línea azul presentan un desempeño igual al de la cartera. Los puntos que se encuentran en el área de color plomo presentan desempeño superior, mientras que los puntos de color naranja presentan desempeño inferior. Cualquier otro punto se debe comparar mediante el “ratio de Sharpe”.

Alfa de Jensen

El Alfa de Jensen se deriva a partir del CAPM, donde el rendimiento esperado de la cartera depende de la tasa libre de riesgo y del premio por riesgo. Así el alfa de Jensen es la diferencia entre el valor esperado obtenido a través de CAPM y el rendimiento realmente obtenido por la cartera.

$$\alpha_j = R_{FM_i} - R_f - \beta * (R_M - R_f)$$

Ratio de Treynor

El Ratio de Treynor es similar al de Sharpe con la diferencia que se asume que el inversionista es capaz de diversificar, por lo que el único riesgo que es importante es el riesgo sistemático que queda expresado a través del β . Por lo tanto el Ratio de Treynor muestra el exceso de rendimiento del fondo sobre la tasa libre de riesgo por unidad de riesgo sistemático.

$$\text{Ratio de Treynor} = \frac{R_{FM} - R_f}{\beta_{FM}}$$

Ratio de Treynor y Black

Conocido como Ratio de Apreciación se obtiene dividiendo el alfa de Jensen por el riesgo diversificable. Un ratio alto indica buena gestión del Fondo Mutuo.

$$\text{Ratio de Apreciación} = \frac{\alpha_j}{\sigma(e_j)}$$

Ratio de Sortino

El Ratio de Sortino se diferencia al de Sharpe en que distingue entre buena y mala volatilidad. Así, se define una rentabilidad mínima tal que la volatilidad existente para rentabilidades superiores del fondo no se toma en cuenta. De esta forma el Ratio de Sortino se define como el exceso de rentabilidad sobre la tasa libre de riesgo por unidad de riesgo bajo el objetivo de rentabilidad (“downside deviation”).

$$\text{Ratio de Sortino} = \frac{R_{FM} - R_f}{\text{Downside deviation}}$$

$$\text{Downside deviation} = \text{MIN} \left[R_{FM} - R_f, 0 \right]$$

Modelos para detectar habilidad de timing

Este tipo de modelos trata de detectar la habilidad del administrador de carteras para adelantarse a los movimientos del mercado y por ende tener la capacidad de obtener retornos anormales positivos. Los principales modelos han sido introducidos por Treynor y Mazuy⁵ en 1966 y por Henriksson y Merton en 1981⁶.

Modelo de Treynor y Mazuy

Este modelo tiene dos componentes. El primero es el retorno exigido por el CAPM y el segundo captura la habilidad para elegir activos con β negativo cuando el mercado está a la baja y activos con β positivo cuando el mercado está al alza. Así, la variable β_{Timing} positivo indica habilidad para gestionar la cartera y β_{Timing} negativo indica una cartera mal gestionada.

$$R_{FM_t} = R_f + \beta_{CAPM} * (R_M - R_f) + \beta_{Timing} * (R_M - R_f)^2 + \varepsilon$$

⁵ Treynor, J. y K. Mazuy (1966). “Can Mutual Funds Outguess the Market?”. Harvard Business Review, 44, pp. 131-36.

⁶ Henriksson, R. y Merton, R. (1981): “On market timing and investment performance”. Statistical procedures for evaluating forecasting skills”, Journal of Business, vol. 54, 4, 513-533.

Modelo de Henriksson y Merton

Este modelo es similar al anterior con la diferencia que el componente que trata de capturar la habilidad de timing separa entre retornos del mercado superior al activo libre de riesgo y retornos del mercado inferior al activo libre de riesgo. Así se espera que un administrador de carteras hábil invierta en portfolios con β alto en periodos en alza y con β bajo en periodos en baja.

$$R_{FM_i} = R_f + \beta_{CAPM} * (R_M - R_f) + \beta_{Timing} * \begin{cases} 1 & \text{si } (R_M - R_f) \geq 0 \\ 0 & \text{si } (R_M - R_f) < 0 \end{cases} + \varepsilon$$

Otros modelos para medir desempeño

Modelo de tres factores de Fama y French

Este modelo trata de explicar el desempeño agregando dos factores mas al retorno exigido por el CAPM. Éstos son la diferencia de rentabilidad entre carteras con títulos de mayor y menor tamaño (SMB) y la diferencia de rentabilidad entre títulos de mayor y menor valor libro a mercado (HML). Así se estima la siguiente regresión:

$$R_{FM_i} - R_f = \alpha_i + \beta_i * (R_M - R_f) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML$$

Modelo de cuatro factores de Carhart

Este modelo agrega a los tres factores del modelo de Fama y French un cuarto factor que captura el "Momentum" a través de la diferencia entre acciones con altos y bajos desempeños pasados. La regresión que se estima es:

$$R_{FM_i} - R_f = \alpha_i + \beta_i * (R_M - R_f) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \beta_{4i} * MOM + \varepsilon$$

Donde α_i es el retorno anormal estimado por Carhart.

Modelo de Ferson y Schadt

Los autores argumentan que las estimaciones serían sesgadas si no se toma en cuenta que los administradores de los fondos cambian la composición de sus portafolios de acuerdo a información pública. Wermers (2003) propone incorporar variables macroeconómicas a la estimación. La estimación de carhart agregándole información pública queda:

$$R_{FM_i} - R_f = \alpha_i + \beta_i * (R_M - R_f) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \beta_{4i} * MOM + \sum_{j=1}^n \beta_{i,j} \mathbb{1}_{j,t-1} * (R_M - R_f) + \varepsilon$$

Evidencia empírica relacionada a la industria de Fondos Mutuos

Evidencia Internacional

On The Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Fund

Marcin Kacperczyk

Clemens Sialm

Lu Zheng

Este paper trata la hipótesis de que los Fondos Mutuos que mantienen sus inversiones concentradas en pocos activos tendrían un desempeño superior. Éste se debería a que los administradores de esos fondos tienen una ventaja de información. Los autores analizan esta hipótesis con una muestra de Fondos Mutuos estadounidenses entre 1984 y 1999.

Para medir el grado de concentración los autores construyen un índice que indica si el Fondo Mutuo tiene inversiones desde 1 a 10 industrias.

Para medir desempeño se utilizan diferentes medidas tales como el modelo de 4 factores de Carhart (1997), el modelo de factor condicional de Ferson y Schadt (1996) y la medida de desempeño de Daniel, Hirshleifer, Titman y Wermers (1997).

Los autores encuentran evidencia de que los Fondos Mutuos que mantienen sus inversiones concentradas sobre el promedio de concentración de la industria tienen retornos luego de comisiones de 0,33% por año mientras que los fondos menos concentrados que el promedio tienen un desempeño de $-0,77\%$ luego de comisiones.

Why So Many Mutual Funds?

Mutual Fund Families, Market Segmentation and Financial Performance.

Massimo Massa

El siguiente es un working paper teórico que explica la proliferación de los Fondos Mutuos, los segmentos de la industria y como ha mejorado el bienestar. En esencia el modelo desarrollado por Massimo Massa establece que las administradoras de Fondos Mutuos no poseen completa información de los gustos de los inversionistas, así si estas proveen un número significativo de categorías o segmentos en la industria,

dependiendo de los securities, pueden completar el mercado y obtener mayores beneficios. Sin embargo y a pesar de existir un numero finito de categorías existen fuerzas de mercado que pueden inducir a un numero suboptimo de Fondos Mutuos y categorías.

Incentive Fees and Mutual Funds

Edwin J. Elton
Martin J. Gruber
Christopher R. Blake

En el paper se compara por rentabilidad aquellos fondos que entregan a sus gerentes una recompensa por meta cumplida, es decir, obtener una rentabilidad de la cartera de inversión del fondo superior a un benchmark de aquellos que solo entregan una compensación fija a sus ejecutivos independiente de la rentabilidad del fondo. Los datos fueron obtenidos de Lipper, una compañía a nivel mundial encargada de proveer información sobre los Fondos Mutuos, quien entrego antecedentes sobre características de los contratos y honorarios reales pagados. La muestra final que se obtuvo fue desde 40 fondos en 1990 hasta 108 en 1999. Los datos de retorno mensual así como algunos índices utilizados como benchmark fueron obtenidos de Morningstar. Otros índices fueron obtenidos de las bases de datos Prudential-Bache y Datastream. El total de índices utilizados alcanzo los 41. La principal conclusión es que por lo general los gerentes que recibieron incentivos por rentabilidad tuvieron un desempeño modesto en comparación a lo que no recibieron.

Evaluating and Investing in Equity Mutual Funds

Luboš Pástor

Este paper establece que la evaluación de los Fondos Mutuos debiera considerar un benchmark activo en vez de uno pasivo. Lo anterior nos da más claridad al momento de invertir. La medida utilizada como evaluación de los fondos en este caso es el alfa de Jensen. Este fue calculado utilizando modelos como CAPM y Fama y French. Los retornos mensuales utilizados comprendieron un periodo de 35 años,

desde 1963 a 1998. El benchmark activo utilizado consistió en el retorno obtenido de una inversión de tipo momentum considerando las características de los fondos. La principal conclusión es que el alfa calculado considerando una inversión activa fue mas preciso que con una estrategia pasiva.

Evidencia Nacional

Desempeño y ranking de los Fondos Mutuos de renta variable en Chile desde 1992 a 1995

Franco Parisi
Antonino Parisi

Utilizando datos mensuales desde 1992 a 1995 para una muestra de Fondos Mutuos de renta variable chilenos los autores analizaron el desempeño utilizando metodologías que permiten que la varianza varíe en el tiempo (metodologías “Time Varyng”).

Estimando un modelo SUR⁷ los autores encontraron que solo 2 Fondos Mutuos tuvieron un resultado positivo⁸, mientras que estimando un modelo restringido se encontró que los Fondos Mutuos chilenos en conjunto no tienen un desempeño superior. Por otra parte utilizando medidas tradicionales de desempeño, pero permitiendo que la varianza varíe en el tiempo⁹. Se encontró que un índice aleatorio tuvo un desempeño superior al mejor Fondo Mutuo en diecisiete ocasiones de acuerdo al índice de Sharpe, 11 veces de acuerdo al índice de Treynor y 1 vez de acuerdo con el Ratio de Apreciación. Además los autores analizaron si existía habilidad de “Timing” utilizando las medidas de Henrikson y Merton y Treynor y Mazuy encontrando que el β no era significativamente distinto de 0 y que por lo tanto no existía evidencia de “Timing”.

Por lo tanto los autores concluyen que los Fondos Mutuos de renta variable entre 1992-1995 no fueron capaces de generar retornos anormales para los inversionistas.

⁷ Seemingly Unrelated Regressions.

⁸ El total de Fondos Mutuos eran 6.

⁹ El modelo utilizado fue un GARCH (1,1).

Rentabilidades, comisiones y desempeño en la industria chilena de Fondos Mutuos

Eduardo Walker
Gustavo Maturana

En este artículo los autores analizan el desempeño de los Fondos Mutuos tanto de renta fija como de renta variable entre 1990 y 1997. Además se analizan las causas que permiten que se obtengan estos resultados.

Utilizando el "Ratio de Sharpe" y el "alfa de Jensen" para los Fondos Mutuos accionarios se encontró un desempeño de 0,8 % inferior a un benchmark construido por los autores respetando los límites de inversión. Un resultado negativo también tuvieron los Fondos Mutuos de mediano y largo plazo los que luego de restar comisiones tienen un desempeño inferior utilizando como benchmark papeles del Banco Central (PRC10). En el caso de los Fondos Mutuos de Renta Fija de corto plazo el índice representativo de la industria de Fondos Mutuos es superior al del PRBC, pero los autores le restan validez por tratarse de instrumentos que se valorizan a la TIR de compra.

Los resultados obtenidos muestran una gran variabilidad entre los desempeños de los distintos Fondos Mutuos mientras que las comisiones permanecen estables. Los autores atribuyen esto a la poca competencia entre las administradoras y la existencia de barreras a la entrada y que por lo tanto no existiría competencia vía rentabilidad o comisiones.

Estilos, timing e imitación en los Fondos Mutuos accionarios chilenos

Eduardo Walker
Gustavo Maturana

Este estudio analiza los Fondos Mutuos de renta variable chilenos entre 1990 y 1998. Los autores quisieron estudiar el desempeño de los fondos cuando solo invertían en el mercado nacional.

Además de realizar estimaciones comunes para los Fondos Mutuos los autores realizaron particiones por industria, tamaño y liquidez.

Utilizando test de causalidad de Granger se encontró comportamiento imitativo entre los Fondos Mutuos donde existían fondos que seguían la inversión en

determinados activos que realizaban otros. Con una metodología que combina Sharpe (1992)¹⁰ con Grinblatt y Titman (1993)¹¹ los autores analizan la existencia de timing dinámico encontrando que pocos Fondos Mutuos tenían resultado positivo y que en promedio no existe evidencia de timing. En cuanto a selectividad no se encuentra evidencia de que algún fondo la presente, ya que en los casos que tuvieron resultados positivos, éstos no fueron significativos. Otro resultado interesante es que se encontró alguna evidencia de que los fondos cambiaban su cartera en función de los retornos pasados.

¹⁰ Sharpe, W (1992). "Asset Allocation: Management and Performance Measurement". *Journal of Portfolio Management*, 18 (2), Winter, pp. 7-19.

¹¹ Grinblatt, M y S. Titman (1993). "Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns". *Journal of Business*, 66 (1), pp. 47-68.

Conclusión

En nuestra investigación se analiza el funcionamiento del mercado de Fondos Mutuos en Chile. La industria de Fondos Mutuos se ha desarrollado fuertemente desde su creación a mediados de los años '70. A mediados de los años '70 administraban un patrimonio de 2 millones de dólares mientras que a la fecha de la publicación de este artículo esta cifra sobrepasa los 6.347.241 MM\$. Desde 1990 se distinguen 2 subperiodos. Hasta 1997 tanto el número de partícipes como el patrimonio administrado iba en constante aumento. Durante la "Crisis Asiática" la industria tuvo un retroceso para volver a tasas de crecimiento positivas luego de 1998. Esta variación ha sido apoyada por la introducción de nuevas leyes como la "Ley de Opas" y la "Ley de Mercado de Capitales 1" que ampliaron las posibilidades de inversión y contribuyeron a entregarle mayor información al inversionista.

Con respecto a los aspectos tributarios puede concluirse que la legislación está pensada para beneficiar el ahorro de largo plazo. Esto se produce cuando el partícipe hizo mas aportes que retiros, obteniendo un crédito correspondiente a 15% del "ahorro neto positivo" al momento de efectuar el pago del impuesto Global Complementario. En cuanto al uso de instrumentos derivados la cantidad invertida ha sido variable con mayores alzas en contratos de "Futuros" y "Forward" de Compra y mayores bajas en "Opciones de venta" en el periodo 2000-2005.

Las remuneraciones que cobran las administradoras de Fondos Mutuos en promedio se han mantenido. En 2001 las sociedades que cobraban tarifa única, tenían una remuneración de 2,5%. En 2005 se produce un aumento de solo 0,12% llegando a un 2,62%. Lo mismo ocurre en administradoras que establecen remuneraciones de acuerdo a un máximo o un mínimo. No obstante, ha existido un alza significativa de tarifas en los Fondos Mutuos considerando las comisiones por colocación.

Con respecto a los principales estudios que se analizan en este trabajo se encuentra que los Fondos Mutuos en promedio no han generado rendimientos superiores para los inversionistas.

Nuestro trabajo sirve para interiorizarse en el funcionamiento de la industria y como una primera parte del análisis más específico que realizarán los autores sobre los flujos hacia los Fondos Mutuos, así como el desempeño de las inversiones en

derivados y el desempeño de las “Familias” de Fondos Mutuos, trabajos que serán presentados como Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas.

Bibliografía

- Borensztein E. R., Gaston Gelos R. (2001), "A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds", Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research
- Carhart, M (1997): "On Persistence in Mutual Fund Performance". The Journal of Finance. Vol. LII, N° 1
- Carhart, M. M. (1997) "On persistence in mutual fund performance", Journal of Finance 52, pp. 57–82.
- Elton Edwin J., Gruber Martin J., Blake Christopher R. (2001), "Incentive Fees and Mutual Funds", New York University - Department of Finance.
- Fama, E. F. y French K. R. (1993) "Common risk factors in the return on bonds and stocks", Journal of Financial Economics 33, pp. 3-53.
- Ferson, W. Y R. Schadt. (1996) "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions", Journal of Finance 51(2), pp. 425-461.
- Henriksson, R. y Merton, R. (1981): "On market timing and investment performance. II. Statistical procedures for evaluating forecasting skills", Journal of Business, vol. 54, 4, 513-533.
- Jensen, M.C. (1968) "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", Journal of Finance 23(1), pp. 167-247.
- Kacperczyk, M, Sialm, C, Zheng, L (2004): "On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds". Journal of Finance
- Lazén, V (2004): "Competitividad de la industria de Fondos Mutuos en Chile" Documento de Trabajo N° 1. Superintendencia de Valores y Seguros.
- Massimo M. (1998), "Why So Many Mutual Funds? Mutual funds, market segmentation and financial performance", INSEAD – Finance.
- Matallín, J.: "Análisis de la relación entre Tamaño y Gestión de Fondos de Inversión en Renta Variable". Departamento de Finanzas y Contabilidad. Facultad de Ciencias Jurídicas y Económicas Universitat Jaume I.

- Maturana, G. y E. Walker (1999). "Rentabilidades, Comisiones y Desempeño en la Industria Chilena de Fondos Mutuos". Estudios Públicos, 73, Verano, pp. 293-334.
- Momberg, H (2006): "Ineficiencia de los Fondos Mutuos de Renta Variable Nacional en Chile de 2003 a 2005 – un análisis cuantitativo". Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas.
- Parisi, F. y A. Parisi (1997). "Desempeño y Ranking de los Fondos Mutuos de Renta Variable en Chile desde 1992 a 1995". Revista de Análisis Económico 12 (2), pp. 101-123.
- Pástor Luboš, Stambaugh Robert F. (2000), "Evaluating and Investing in Equity Mutual Funds", Working Paper No. 516
- Sharpe, W. F. (1966) "Mutual fund performance", Journal of Business 39(1), pp. 119-138.
- SVS (2002): Circular 1578 "Establece clasificación de Fondos Mutuos según su política de inversiones".
- Treynor, J. L. (1965) "How to rate management of investment funds", Harvard Business Review 43(1), pp. 63-75.
- Treynor, J. y K. Mazuy (1966). "Can Mutual Funds Outguess the Market?". Harvard Business Review, 44, pp. 131-36.
- Walker, E, Maturana, E (2002): "Estilos, Timing e Imitación en los Fondos Mutuos Accionarios Chilenos". Revista de análisis económico Vol. 17, N°1, pp. 71-101. Pontificia Universidad Católica.
- Zurita, S. y Gómez, L. (2003): "Normativa de los Mercados Derivados en Chile" Estudios Públicos N° 89.
- Zurita, S. y Jara, C. (1999) "Desempeño Financiero de Fondos de Pensiones", Estudios Públicos 74, otoño 1999, pp. 227-254.