



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS FÍSICAS Y MATEMÁTICAS
DEPARTAMENTO DE INGENIERIA INDUSTRIAL**

**¿AFECTA EL DESEMPEÑO ALCANZADO POR LOS FONDOS MUTUOS AL
NIVEL DE PARTICIPACIÓN QUE MANTIENEN EN SU CATEGORÍA?**

MEMORIA PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERO CIVIL INDUSTRIAL

DAVID EHRENFELD DANON

**PROFESOR GUÍA:
WILLIAM BAEZA LOPEZ**

**MIEMBROS DE LA COMISIÓN:
LUIS FELIPE OLIVA DÍAZ
VIVIANA FERNANDEZ MATURANA**

**SANTIAGO DE CHILE
MAYO 2009**

“¿AFECTA EL DESEMPEÑO ALCANZADO POR LOS FONDOS MUTUOS AL NIVEL DE PARTICIPACIÓN QUE MANTIENEN EN SU CATEGORÍA?”

El presente trabajo de título tiene como objetivo estudiar el impacto que tiene el desempeño logrado por los fondos mutuos sobre las variaciones de participación patrimonial que éstos tienen en su categoría. Se analizan 3 de las categorías más grandes del mercado nacional en cuanto a número de fondos y patrimonio administrado. Estas son: de deuda con duración menor a 90 días, deuda de mediano y largo plazo y fondos accionarios nacionales. El horizonte de evaluación considerado es de 36 meses, entre los años 2005 y 2007. Previo a este período, no se dispone de un número suficiente de fondos comparables para analizar la relación entre participación patrimonial y desempeño.

En una primera etapa, se evalúan las diferencias de rentabilidad neta que entregan los fondos con mayores incrementos y mayores disminuciones en su nivel de participación patrimonial. Luego, se crea un *ranking* para medir el desempeño relativo de los fondos, tomando en cuenta diversos indicadores de *performance*, tales como el Alpha de Jensen, el Ratio de Sharpe, el Information Ratio y el Tracking Error. Se observa en el agregado, que no necesariamente los fondos de mejor desempeño son los que presentan mayores incrementos en su nivel de participación patrimonial. En efecto, hay casos particulares de fondos que a pesar de alcanzar un desempeño sobresaliente, ven disminuir su nivel participación en la categoría. También se encuentran resultados contraintuitivos, de fondos con mal desempeño que ven incrementar su proporción de inversiones respecto al total manejado por la categoría. Lo anterior permite inferir que el desempeño alcanzado, no es lo único que influye en que un fondo gane o pierda participación patrimonial.

Con tal de encontrar otros factores que pudieran estar influyendo en que los fondos de una misma categoría ganen o pierdan participación, se estudian variables descriptivas, asociadas a las distintas administradoras y a cada fondo en particular. Se descubre que el tamaño de la administradora no parece ser un factor determinante para guiar a los fondos hacia un mayor o menor crecimiento. Variables propias de cada fondo (como comisiones cobradas, Premios Salmón o aportes promedio por partícipe) tampoco estarían siendo factores determinantes para explicar una tendencia hacia el crecimiento o decrecimiento del nivel patrimonial inicial. Lo que si se logra constatar, es que los fondos con mayores crecimientos muestran, en general, menores tamaños iniciales que los fondos que ven caer su participación patrimonial. Otras variables no cuantificables tales como un cambio de nombre o apertura de nuevas series, también estarían incidiendo en la variación de participación, pero son más difíciles de medir y capturar a través de modelos.

Este estudio finalmente concluye que hay una baja correlación entre las variaciones de participación patrimonial y el desempeño que tienen los fondos en un horizonte de 36 meses. Se observa una relación más marcada entre un mal desempeño y pérdidas de participación patrimonial, pero no necesariamente una relación claramente positiva entre un buen desempeño y aumentos en participación. Se deduce que la escasa información sobre desempeño histórico que ha sido entregada a los partícipes de esta industria, ha hecho que esta relación no se cumpla. No se descarta que a futuro, y considerando horizontes de más largo plazo, la concurrencia entre desempeño y las variaciones de participación patrimonial que presentan los fondos, sea mayor. Esto iría en la misma dirección que lo que se observa en economías desarrolladas.

Agradecimientos

A mis padres, Daniel y Viviana, por el incondicional apoyo que me han brindado a lo largo de mi vida y especialmente durante el desarrollo de este trabajo.

A mis familiares más cercanos por la confianza y cariño entregado.

A mi polola Denise, por su amor y dedicación durante éste último tiempo.

A los profesores que compartieron conmigo sus conocimientos a lo largo de mi carrera, y a los que guiaron este trabajo.

David Ehrenfeld Danon

ÍNDICE GENERAL

1. Introducción.....	6
2. Antecedentes generales de la industria de fondos mutuos en Chile.....	10
3. Justificación del Trabajo.....	14
4. Objetivos	15
4.1 Objetivo General.....	15
4.2 Objetivos Específicos	15
5. Marco Teórico	16
5.1 Alfa de Jensen.....	16
5.2 Ratio de Sharpe.....	16
5.3 Tracking Error.....	17
5.4 Information Ratio	17
6. Categorización y Desempeño de los Fondos Mutuos en la Industria Nacional	18
6.1 Selección de categorías	18
6.2 Medidas históricas y actuales de desempeño a nivel nacional	21
7. Metodología y medición de las participaciones patrimoniales.....	23
7.1 Rentabilidades observadas.....	23
7.2 Criterio de selección de fondos comparables.....	24
7.3 Período de Análisis y Selectividad de Fondos	25
7.4 Determinación del patrimonio neto administrado	26
7.5 Participación Patrimonial	26
7.6 Variaciones en la participación patrimonial y su justificación dentro del estudio.....	27
8. Comparación de rentabilidades netas entre fondos de mayor aumento y mayor disminución de participación patrimonial.....	28
9. Desempeño y relaciones con los niveles de participación patrimonial.....	34
9.1 Celfin Index como medida de desempeño de fondos internacionales.....	34
9.2 Ranking de desempeño creado y contraste con el nivel de participación patrimonial alcanzado	36
9.2.1 Análisis de la categoría de fondos de deuda menor a 90 días nacional ..	37
9.2.2 Análisis de la categoría de fondos de deuda de mediano-largo plazo nacional.....	41
9.2.3. Análisis de la categoría de fondos accionarios nacionales.....	44
9.3 Grado de relación entre las variaciones de participación y los indicadores de desempeño	45
9.4 Nivel de participación patrimonial alcanzado en cada quintil del índice de desempeño	48
9.5 Análisis por fondo y la relación entre la rentabilidad alcanzada y las variaciones de participación patrimonial.....	52

10.	Variables anexas al desempeño que podrían estar afectando al nivel de participación patrimonial.....	55
10.1	Variables relacionadas con la administradora	55
10.2	Variables particulares de cada fondo	59
10.3	Otras variables no cuantificables	62
11.	Conclusiones	64
12.	Bibliografía.....	67
13.	Anexos	69

1. Introducción

¿En que grado los retornos obtenidos en el pasado, desde el punto de vista del inversionista, son un factor determinante para elegir entre fondos mutuos de una misma categoría? ¿Importa solamente la rentabilidad neta alcanzada, el retorno ajustado por riesgo asumido o existen otros factores que pesan en que un fondo mutuo gane o pierda participación patrimonial dentro de su categoría?

En los últimos 8 años, la industria de fondos mutuos en Chile, ha mostrado un crecimiento explosivo. En este período se hizo muy atractivo invertir en fondos mutuos debido a las facilidades de inversión que presentan, en relación a otras alternativas. A su vez, el desarrollo que tuvieron las redes de distribución y la creación de productos cada vez más sofisticados y focalizados en inversionistas con distintos perfiles de inversión, aportó a que la industria tuviera un aumento significativo en su tamaño. Si en el año 2000 se tenían 15 administradores de fondos, a fines del año 2007 existían 21 entidades responsables de administrar las inversiones de los partícipes a nivel nacional. El patrimonio administrado por estas entidades creció en más de 374% en dicho período, el número de partícipes aumentó en más de 290% y el número de fondos totales creció desde 172 a 412.

Si se analiza el crecimiento de la industria en un horizonte más corto, pero más cercano a la fecha de presentación de este estudio, se observa que las tasas de crecimiento de la industria siguen siendo altas. Entre los años 2005 y 2007, el patrimonio administrado creció en un 41,3%, el número de partícipes creció en un 50,3% y se crearon 166 fondos nuevos. Esto último, apoyado por el hecho de que el nivel de inversiones como % del PIB es todavía bajo respecto a lo que presentan mercados desarrollados como Estados Unidos o algunos países europeos¹, estaría indicando que la industria chilena está aún en pleno desarrollo y que el tamaño de ésta seguirá en expansión por unos cuantos años más.

En EEUU y Europa, la industria de fondos mutuos es bastante más desarrollada que la industria chilena. La información disponible para los inversionistas es más amplia y existen diversas empresas reconocidas internacionalmente (tales como S&P, Morningstar, Lipper, Aptimun, EuroPerformance Edhec, entre otras), que mensualmente publican un ranking con el desempeño que han alcanzado los distintos fondos internacionales clasificados por categoría. Sin embargo, en la industria nacional, hasta Julio de 2008, no existía ninguna institución dedicada a clasificar y *rankear* a los fondos mutuos según su desempeño alcanzado. A partir de esta fecha, la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFMM) decidió trabajar en conjunto con LVA Índices (empresa especializada en confección de índices de mercado) para desarrollar un sistema de clasificación en base a una escala basada en estrellas (muy similar al que tiene como clasificación Morningstar por ejemplo). Actualmente, dicho *ranking* es publicado en el sitio Web del diario El Mercurio, y por primera vez, los partícipes pueden observar fácilmente cuales son los fondos que estarían alcanzando mejores desempeños en una misma categoría. Hasta antes de tener una clasificación de este tipo, la única información que daba cuenta de que fondos podían ser los más convenientes para invertir, eran los

¹ Según datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y tamaños de las distintas industrias de fondos mutuos obtenidos desde la *International Investment Funds Association*, se observa que Chile presenta un tamaño de la industria en torno al 15% como % del PIB y que la evolución de este tamaño ha sido creciente en el tiempo. Sin embargo, en países como EEUU y el Reino Unido la industria de FFMM presenta un tamaño en torno al 45% como porcentaje de su PIB.

Premios Salmón otorgados por el Diario Financiero. Dichos premios existen desde el año 2000 y son entregados 1 vez por año a los “mejores” fondos de cada categoría. Sin embargo, estos premios solamente consideran la rentabilidad neta alcanzada por los fondos y no hacen un ajuste por riesgo. Las administradoras ganadoras, en todo caso, han utilizado estos premios en campañas de marketing y publicidad para promover una mayor inversión.

Según referencias obtenidas a partir de entrevistas sostenidas con 2 ejecutivas de inversiones (tanto en BancoEstado, como en el Banco BCI), los principales indicadores que se muestran a las personas y empresas que pretenden invertir en fondos mutuos, son justamente las rentabilidades netas acumuladas en el pasado. Según estos indicadores, cada administradora recomienda un fondo acorde al perfil de riesgo previamente definido para el inversionista. Sin embargo, al consultar si tienen referencias de cómo está catalogado el fondo que recomiendan en relación a otros de distintas administradoras en su misma categoría, se indica que no se tienen especificaciones de ese tipo, puesto que no manejan dicha información. Esto difiere de otro tipo de inversiones como el que se realiza en las AFP. Las entidades que manejan los ahorros provisionales, están obligadas a informar a sus participantes sobre las rentabilidades alcanzadas y comisiones cobradas haciendo un comparativo con las demás administradoras de fondos de pensión.

Numerosos estudios relacionados con el desempeño de los fondos mutuos se han realizado en mercados desarrollados como el de Estados Unidos y Europa. Estos permiten tener una referencia sobre la relación existente entre los niveles de inversión y el desempeño alcanzado. Ippolito (1992), Chevalier y Ellison (1997), Sirri y Tuffano (1998) por ejemplo, describen que existe una relación positiva entre los flujos netos de los fondos estadounidenses y su desempeño pasado. Edelen y Warner (1999), estudian la relación entre los retornos y los flujos en los fondos de capitalización en Estados Unidos, encontrando que la relación flujo-retorno en esta categoría es concurrente.

También se encuentran en la literatura financiera, estudios como el de Jensen (1967), que encuentra evidencia de que los fondos no pueden obtener mejores desempeños en forma persistente para períodos largos de tiempo, pero también existen otros estudios como los de Carlson (1970), Hendricks et. al (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown y Goetzmann (1995) y Wermers (1996) que demuestran de que si puede existir persistencia en el desempeño de fondos por períodos de entre uno a tres años.

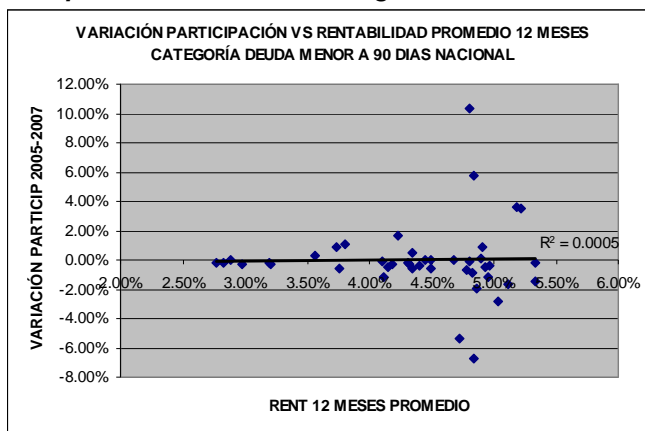
En otra línea, Capon, Fitzsimmons y Prince (1996), estudiaron la forma en que los inversionistas toman sus decisiones de inversión en fondos mutuos, tomando como base una encuesta realizada a 3.386 personas. Descubrieron que éstos consideran tanto el desempeño pasado, como muchas otras variables no relacionadas con el desempeño. Indican además que los inversionistas parecen ser “ingenuos” en cuanto a estrategias de inversión o detalles financieros de sus inversiones. Esto estaría indicando que no solamente el desempeño pasado hace crecer en mayor proporción a un fondo. De hecho, Krahen, Schmid y Theissen (2006), en un estudio realizado sobre los fondos mutuos alemanes dentro de un período donde esta industria estaba en plena maduración (1986-1998), encuentran que no existe evidencia que la diferencia de *performance* entre fondos, afecte al *market share* que estos tienen en su categoría. Hacen mención a que esta relación se diferencia de mercados altamente competitivos como el de Estados Unidos.

Lo que si se remarca en la literatura en diversos estudios, es que un mal desempeño pasado incrementa las posibilidades de un fondo de perder tamaño y desaparecer del mercado. Brown et. al (1995), en su estudio de persistencia en el rendimiento de fondos mutuos estadounidenses verifican con un modelo probit, que un mal desempeño incrementa las posibilidades del fondo de desaparecer. Carhart (2000), indica que la razón principal para que los fondos desaparezcan del mercado, es por un desempeño persistente bajo a lo largo de los años. Lunde, Timmermann y Blake (1999) concluyen de similar manera para estudios realizados en fondos europeos.

Este trabajo pretende estudiar en profundidad, la relación existente entre el desempeño de los fondos mutuos chilenos con la variación de participación que éstos tienen en su categoría, dentro de un horizonte de 36 meses. En una primera parte, se pretende contrastar el desempeño alcanzado por los fondos que más aumentan su participación versus los que más disminuyen su participación en la categoría, cosa de poder inferir si el desempeño alcanzado es lo que estaría guiando a las variaciones de participación o no. Luego, se plantea la creación de un índice de desempeño relativo que permita *rankear* a los fondos dentro de su categoría según la *performance* que alcanzan, considerando consistencia en un período de 36 meses. A partir de esto, se intenta verificar si existen marcadas diferencias en la participación alcanzada por los fondos de mejor desempeño en relación con los fondos de peor desempeño. Por último, se pretende analizar y discutir sobre otros factores que pueden haber incidido en que se tengan fondos con grandes aumentos y grandes disminuciones en participación patrimonial.

Como un primer acercamiento, se puede observar que la relación que sigue la variación de participación patrimonial de los fondos entre 2005 y 2007, con la rentabilidad promedio de 12 meses que estos alcanzan en el mismo período, es casi nula. Este hecho es independiente de la categoría que se analice.

Gráfico i: Variación de participación patrimonial entre los años 2005-2007 versus retorno promedio de 12 meses para los fondos de la categoría deuda con duración menor a 90 días



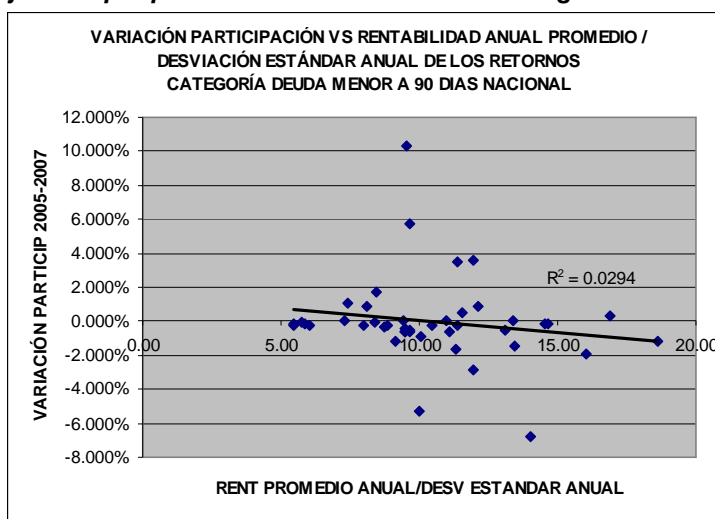
Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de patrimonio neto y rentabilidades entregadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

En el gráfico anterior se observa que si bien se comparan fondos en una misma categoría, por un lado se tienen fondos que ven crecer sus flujos en mayor proporción que los flujos de la categoría completa, y por otro se tienen fondos con gran disminución de participación patrimonial a pesar de alcanzar rentabilidades promedio similares. No necesariamente los fondos con menores rentabilidades netas

alcanzadas son los que ven disminuir su participación patrimonial en mayor medida, ni tampoco se distingue que sean los fondos que mayor rentabilidad promedio alcanzan, los que mayores aumentos de participación presentan.

Si bien uno debiera esperar que la rentabilidad neta por sí sola tuviera cierta relación con la ganancia o pérdida de participación patrimonial que los fondos tienen en su categoría, existen niveles de riesgo un tanto disímiles dentro de una misma categoría que pueden afectar a las decisiones que toman las personas y entidades que deciden invertir en fondos. Si se analiza la relación existente entre la variación de participación que tienen los fondos (dentro un período de 36 meses) y el retorno promedio anual por cada unidad de riesgo, se observa que la relación tampoco presenta una relación positiva.

Gráfico ii: Variación de participación patrimonial entre los años 2005-2007 versus rentabilidad anual promedio ajustada por para los fondos mutuos de la categoría de deuda menor a 90 días nacional



Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de patrimonio neto y rentabilidades entregadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Incluso tomando en cuenta el riesgo asumido, se observa que no son necesariamente los fondos que mayor rentabilidad ajustada por riesgo, los que uno observa como los de mayor aumento en participación patrimonial.

Considerando los hechos remarcados anteriormente, se podría decir a priori, que el desempeño alcanzado en el pasado no es lo único que estaría incidiendo en la dirección que toman los flujos netos (considerando tanto *inflows* como *outflows* de inversiones sobre un fondo). De hecho, en una industria como la chilena que aún está en pleno desarrollo, y que históricamente ha entregado escasa información sobre el desempeño relativo que los fondos mutuos tienen dentro de sus categorías, la *performance* alcanzada por éstos, no parece ser un factor determinante para hacer crecer la participación patrimonial. No se denota una tendencia clara (por lo menos para un horizonte de estudio de 36 meses), que indique que los fondos de mejor *performance* sean los que proporcionalmente tienen mayor incremento de flujos, ni tampoco son los fondos de peor desempeño lo que ven disminuir su participación patrimonial en mayor medida. Si el inversionista solamente considerará estas variables, se debería esperar una relación positiva entre el desempeño alcanzado y el aumento proporcional de inversiones dentro de una categoría. Esto último, nos lleva a pensar que pueden existir un sinnúmero de otras variables que determinan la dirección en que los inversionistas orientan sus aportes o inducen sus

retiros, y que son estos factores alternos al desempeño, los que estarían incidiendo en hacer crecer o decrecer el nivel de participación patrimonial de los fondos dentro de un período de corto plazo como el analizado.

2. Antecedentes generales de la industria de fondos mutuos en Chile

En los últimos años, la industria chilena de fondos mutuos ha exhibido un progresivo desarrollo, que se refleja en el importante aumento de los recursos administrados, la gran variedad de fondos ofrecidos y la creciente autorregulación del sector. La industria, durante los últimos 8 años entendió que aspectos como uniformidad en la valorización de instrumentos y la clasificación de riesgo de sus cuotas, entregan un plus en la oferta a sus partícipes a nivel general.

Tanto el número de partícipes de la industria, el patrimonio administrado y el número de fondos existentes han crecido significativamente en los últimos 8 años. En diciembre del año 2000, el sistema manejaba un patrimonio total de \$ 2.558.000 millones, lo cual se vio incrementado hasta llegar a los \$12.125.000 millones en el año 2007. Esto representa un aumento del 374% para el período indicado, con un crecimiento anual del 27% en promedio. Los partícipes de la industria también aumentaron significativamente desde un total de 278.000 en el año 2000, hasta los 1.087.000 que mantenía la industria en diciembre de 2007. Esto representa un crecimiento anual del 22%.

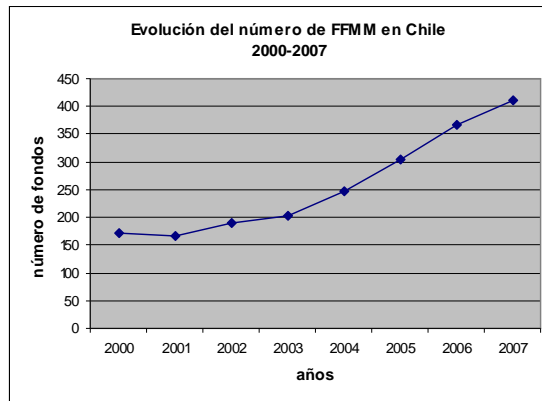
Gráfico N°1: Patrimonio Total administrado por Fondos Mutuos en Chile (en millones de pesos) y evolución del número de partícipes por año entre 2000-2007



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

El aumento en el número de fondos también da cuenta del auge de esta industria en el último tiempo. Si a comienzos del año 2000 se tenían 172 fondos en total, a diciembre de 2007, existían 412 fondos mutuos de todas las categorías. Es decir, 2,4 veces más que los que existían en el año 2000.

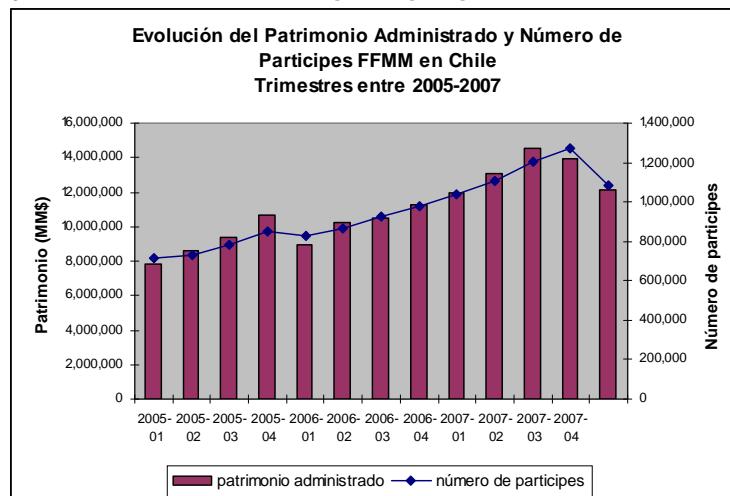
Gráfico N°2: Evolución del número de Fondos Mutuos en la industria chilena



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

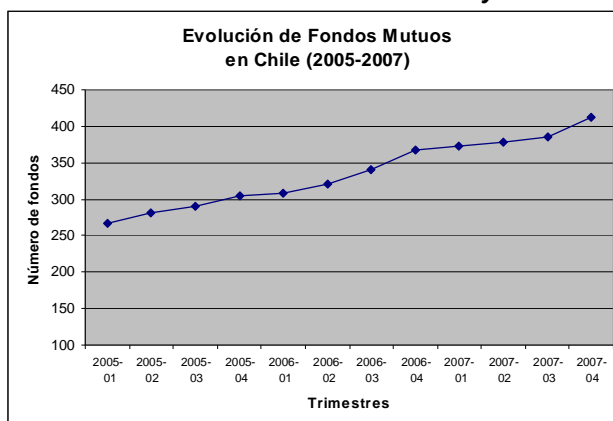
Dentro del período de estudio que comprende este trabajo (2005-2007), se observa un crecimiento igualmente significativo en el crecimiento patrimonial de la industria, número de partícipes y número de fondos. La evolución trimestral de esto queda representada en los gráficos siguientes:

Gráfico N°3: Patrimonio Total administrado por Fondos Mutuos en Chile (en millones de pesos) y evolución del número de partícipes por trimestre entre 2005-2007



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Gráfico N°4: Evolución del número de fondos mutuos de la industria chilena entre 2005 y 2007



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Entre 2005 y 2007, tanto el patrimonio total de los fondos, como el número de participes crecieron en más de 55% y 51,6% respectivamente. Sin embargo, hacia fines de 2007, existe una baja tanto en el patrimonio administrado, como en el número de participes de la industria explicado principalmente por los primeros efectos de la crisis subprime en los mercados mundiales. Por otro lado, el número de fondos tuvo un aumento continuo en este período desde los 255 existentes en enero de 2005, hasta los 412 fondos que llegó a tener la industria en diciembre de 2007. Esto da cuenta de que se crearon 13 fondos nuevos en promedio por cada trimestre.

Los fondos mutuos son clasificados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) según la orientación de su cartera de inversiones y nivel de riesgo que ésta pueda tener. Según esta entidad, existen 8 categorías distintas que agrupan a los distintos fondos:

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

La categoría de deuda con duración menor a 90 días contiene fondos que enfocan sus inversiones mayoritariamente en depósitos a plazo. Un pequeño porcentaje de sus carteras puede encontrarse invertido en efectos de comercio, bonos corporativos y papeles del Banco Central, pero el *duration* global de la cartera administrada por estos fondos no puede superar los 90 días.

La categoría de deuda con duración menor a 365 días, presenta fondos con carteras que son similares a las de los fondos con menos de 90 días de duración, aunque tienen porcentajes inferiores de inversión en depósitos a plazo, que compensan con inversiones que pueden entregar un mayor retorno potencial, como instrumentos corporativos o efectos de comercio. Ambas categorías tienen como inversionistas

objetivo, a aquellos que buscan una cartera diversificada, con alta liquidez para flujos que podrían utilizar en el corto plazo. Además, por su corta duración, presentan la menor sensibilidad de valor ante cambios en las tasas de interés.

Los fondos de la categoría de deuda de mediano y largo plazo, invierten en instrumentos de renta fija con mayores plazos de vencimiento, pues normativamente deben superar los 365 días de duración. En sus carteras, se observan depósitos a plazo que entregan liquidez, además de bonos corporativos y letras hipotecarias. Estos últimos instrumentos tienen mayores plazos de vencimiento y entregan mayores rentabilidades a las carteras, pero también presentan también mayor riesgo, pues son más sensibles a las variaciones de tasas de interés.

Dentro de la categoría de fondos mutuos mixtos, están los fondos que combinan renta fija con instrumentos de capitalización, como por ejemplo, acciones y fondos extranjeros. Las composiciones varían mucho entre los distintos fondos, pues normativamente pueden tener cualquier combinación que no supere el 50% de diferencia entre los límites de renta fija y renta variable.

Al igual que estos últimos, el reglamento interno de los fondos de libre inversión, también permite invertir en instrumentos de renta fija y variable, pero no necesariamente tienen que tener un objetivo específico de inversión y las administradoras pueden variar la proporción en que invierten en instrumentos de uno u otro tipo sin mayores restricciones.

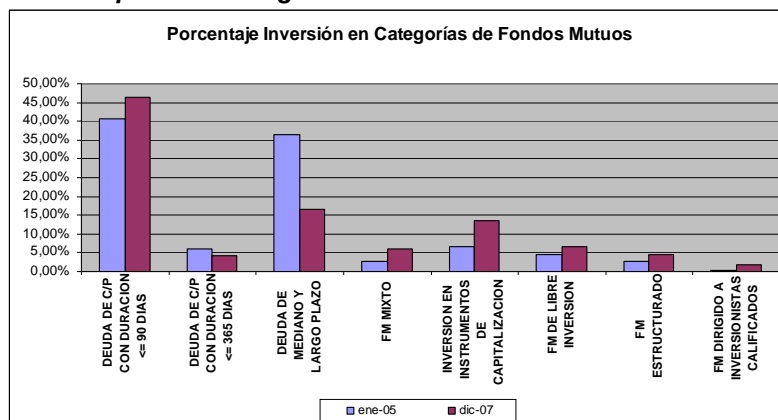
Por otro lado, los fondos de capitalización invierten netamente en activos de renta variable, tales como acciones nacionales o internacionales. Su orientación está enfocada en aquellos inversionistas que buscan una cartera diversificada de acciones, con menores costos de transacción y, eventualmente mejor selectividad de instrumentos. Por lo general, se recomienda para inversiones a largo plazo, dada la volatilidad que pueden observar las inversiones en acciones en el corto plazo.

Los fondos mutuos estructurados (o garantizados) ofrecen una rentabilidad mínima, o una rentabilidad más un premio, si el comportamiento de un determinado índice es positivo. Este tipo de fondos tiene un período de comercialización limitada y un plazo mínimo de permanencia determinado en cada reglamento interno, el que es regulado mediante castigos por retiros anticipados.

Finalmente, los fondos mutuos dirigidos a inversionistas calificados, están orientados a clientes preferenciales, siendo el aporte mínimo, mayor al exigido por el resto de los fondos.

A través del siguiente gráfico, es posible observar el porcentaje de inversiones totales que maneja cada categoría y la evolución del patrimonio administrado dentro del período 2005-2007:

Gráfico N°5: Evolución del patrimonio administrado por cada categoría de la SVS desde 2005 a 2007



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Se observa que solamente 2 de las 8 categorías detalladas, perdieron participación patrimonial entre 2005 y 2007. Estas categorías son la de deuda con duración menor a 365 días y la categoría de deuda de mediano y largo plazo. Esta última categoría tuvo flujos negativos, principalmente porque se hizo más atractiva la inversión en fondos de renta variable dentro de este período.

La categoría de fondos de deuda con duración menor a 90 días es la categoría que mayor porcentaje de la inversión tiene, llegando a representar más del 46% del patrimonio total que administraban los FF.MM. en Diciembre de 2007. Los fondos de capitalización, por otro lado, tuvieron un importante aumento en el patrimonio administrado llegando a representar casi un 14% de las inversiones en FF.MM. hacia el año 2007. Dicho crecimiento fue principalmente impulsado por la apertura de muchos fondos nuevos orientados hacia países emergentes, asiáticos y de países desarrollados. Por otro lado, si bien la categoría de deuda de mediano y largo plazo es la segunda con más patrimonio administrado, dentro del período 2005-2007, tuvo una sustancial baja en el porcentaje de inversiones totales en FF.MM. desde el 36% que mantenía a comienzos del año 2005, hasta el 16,7% que alcanzó en diciembre de 2007.

3. Justificación del Trabajo

El mercado chileno de fondos mutuos está aún en pleno desarrollo, y el auge en los últimos años, sugiere que se tenga la necesidad de ofrecer más y mejor información que aporte a los inversionistas a saber elegir entre un fondo u otro. Las clasificaciones por desempeño en Chile están en una etapa muy preeliminar y no se tienen referencias concretas si en este mercado, los inversionistas han observado el desempeño pasado de los fondos para elegir donde invertir. Como ya se vio, en el mercado estadounidense se tienen referencias que hacen pensar que efectivamente si ha sido relevante el desempeño alcanzado en el pasado para elegir entre un fondo u otro, y existe evidencia que el desempeño pasado afecta positivamente a los flujos netos de los distintos fondos.

Este estudio pretende analizar si el desempeño alcanzado por los fondos mutuos a nivel nacional, incide realmente en el aumento o disminución de participación que éstos tienen en la categoría, para determinar si efectivamente la mayor proporción de los flujos se está destinando hacia los fondos de mejor *performance* o no. Con esto, tanto las administradoras, como los inversionistas actuales y potenciales del mercado, podrán tener una referencia concreta que les permitirá saber si obtener un buen desempeño guía a los fondos a aumentar sus flujos, o bien son otras las variables que pueden estar afectando a que un fondo crezca en mayor proporción que otros en la categoría.

4. Objetivos

4.1 Objetivo General

El principal objetivo de este trabajo es estudiar el impacto que tiene el desempeño alcanzado por los fondos mutuos chilenos, en la variación de participación patrimonial que tienen dentro de su categoría

4.2 Objetivos Específicos

- En primer lugar se plantea comparar el desempeño alcanzado conjuntamente por los fondos de mayor crecimiento en participación patrimonial, en contraste con el desempeño alcanzado por los fondos de mayor disminución en participación dentro de cada categoría. Dicha comparación permitirá inferir si el incremento o disminución en las participaciones patrimoniales que alcanzan dichos fondos en la categoría están dadas por diferencias significativas en las rentabilidades alcanzadas.
- En segundo lugar, se propone la creación de un ranking de desempeño para los fondos de cada categoría estudiada. Dicho ranking permitirá ordenar a los fondos según su desempeño alcanzado, y en base a esto se podrá analizar si se tiene una relación positiva entre el desempeño y las variaciones de participación patrimonial.
- Por último, se plantea un análisis y discusión sobre otras variables que pueden estar afectando a que los flujos de un fondo crezcan o disminuyan en mayor proporción a lo que lo hace la categoría completa. Estas variables podrían explicar en parte, porque algunos fondos no estarían guiando sus variaciones de participación patrimonial según el desempeño alcanzado.

5. Marco Teórico

Para realizar este estudio, se deben utilizar ciertos indicadores clásicos de desempeño. Estos indicadores son comúnmente utilizados para medir *performance* de activos tomando en cuenta ajustes por riesgo y comparaciones con un *benchmark*. En este estudio se utilizan para poder medir el desempeño relativo que tienen los fondos mutuos de una misma categoría.

5.1 Alfa de Jensen

El Alfa de Jensen es uno de los indicadores para evaluar desempeño más conocido. Este indicador explica el exceso de retorno de un fondo por sobre el retorno esperado de una cartera de referencia. Queda definido de la siguiente manera:

$$\alpha = (r_p - r_f) - \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Donde,

- r_p representa el retorno mensual del fondo
- r_f representa la tasa libre de riesgo relevante²
- r_m representa el retorno mensual de la categoría correspondiente³
- β representa la sensibilidad de cambios en el retorno del fondo respecto a cambios en el retorno del mercado. Alfa y beta se expresan en forma mensual.

Para calcular el alfa de cada fondo, se regresionan los retornos del fondo contra los retornos de su categoría, ambos por sobre la tasa libre de riesgo, para los últimos 36 meses. De dicha regresión se obtienen Alfa y Beta:

$$(r_p - r_f) = \hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot (r_m - r_f)$$

5.2 Ratio de Sharpe

El ratio de Sharpe fue introducido por William Sharpe en 1966 para medir el exceso de retorno de un fondo, por sobre la tasa libre de riesgo, que se obtiene por cada unidad de riesgo asumida:

$$Sharpe = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

Para fines de este estudio se utiliza,

- \bar{r}_p como el promedio de los retornos mensuales del fondo para los últimos 36 meses, anualizado.

² En este trabajo se utilizan las tasas de bonos y pagarés del Banco Central con vencimiento acorde al horizonte de inversión de cada categoría.

³ En este trabajo, el retorno mensual de la categoría corresponde a la rentabilidad alcanzada por todos los fondos seleccionados, ponderados por su nivel de participación patrimonial

- \bar{r}_f como el promedio, para los últimos 36 meses, de la tasa libre de riesgo en base anual.
- σ_p como la volatilidad anualizada de los retornos mensuales, para los últimos 36 meses de cada fondo.

La volatilidad descrita anteriormente se calcula de la siguiente manera:

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{12}{T-1} \sum_{i=1}^T (r_{pi} - \bar{r}_p)^2}$$

5.3 Tracking Error

El *Tracking Error* es un indicador que mide la desviación existente entre el retorno del fondo y el retorno alcanzado por su correspondiente *benchmark*. En éste, se calcula la desviación estándar de la diferencia entre los retornos mensuales del fondo y el retorno del *benchmark*. Se utilizan datos para los últimos 36 meses, y luego estos se anualizan. El cálculo de este indicador queda definido de la siguiente forma:

$$\sigma_{TE} = \sqrt{\frac{12}{T-1} \sum_{i=1}^T (r_{pi} - r_{bi})^2}$$

Donde,

- r_{pi} representa el retorno del fondo durante el mes i , en base mensual
- r_{bi} representa el retorno del *benchmark* en el mes i , en base mensual
- T es el horizonte de cálculo del error

Mientras menor sea el *Tracking Error* de un fondo, mejor será considerado su desempeño, ya que se ajusta de menor manera al desempeño esperado del *benchmark*.

5.4 Information Ratio

Este indicador permite medir el exceso de retorno del fondo por sobre su *benchmark*, para cada unidad de riesgo específico a la inversión asumida. Queda definido como el cociente entre el "Alfa de Jensen" estimado y el "Tracking Error" y se calcula según la fórmula siguiente:

$$RI = \frac{\hat{\alpha}}{\sqrt{\frac{12}{T-1} \sum_{i=1}^T (r_{pi} - r_{bi})^2}}$$

Según este índice, un mejor desempeño, estará dado en los fondos con mayor "alfa" alcanzado, asumiendo el menor error posible respecto al desempeño del *benchmark*.

6. Categorización y Desempeño de los Fondos Mutuos en la Industria Nacional

6.1 Selección de categorías

En este estudio se comenzó evaluando 5 de las 8 categorías impuestas por la Superintendencia de Valores y Seguros. En un principio, se consideró analizar las categorías de:

- Deuda con duración menor a 90 días
- Deuda mediano-largo plazo
- Fondos mutuos mixtos
- Fondos de capitalización
- Fondos de libre inversión

Las categorías de deuda con duración menor a 365 días, fondos estructurados y fondos para inversionistas calificados fueron descartadas del análisis desde un comienzo pues no presentaban suficientes fondos como para medir la relación entre el desempeño alcanzado y la variación de participación que pudieran haber tenido en su categoría (la tabla N° A1 en anexos detalla el número de fondos que estas categorías mantenían entre 2005 y 2007).

Tanto la categoría de deuda menor a 365 días, como la categoría de fondos dirigidos a inversionistas calificados no tenían más de 17 fondos a fines de 2007, lo que es insuficiente como para analizar a la categoría conjuntamente. Si bien, la categoría de fondos estructurados (o garantizados) creció hasta tener en 2007 más de 44 fondos, a comienzos de 2005, esta categoría tenía solamente 11 fondos. A su vez, dentro de ésta última, se distinguen 3 subdivisiones que hacen que no se tenga una homogeneidad suficiente como para hacer una comparación directa. Es así como conviven fondos catalogados como “garantizados en mercados desarrollados accionarios”, “garantizados accionarios en mercados emergentes” y “garantizados no accionarios”.

Por otro lado, las 3 categorías mencionadas anteriormente, no representan gran proporción de las inversiones totales en el mercado de fondos mutuos. Éstas, en diciembre de 2007, representaban tan sólo el 4,33%, 4,67% y 1,72% de las inversiones en FF.MM., respectivamente. Debido a todas estas condiciones, se decidió, que no sería representativo hacer un análisis para contrastar desempeño y niveles de participación patrimonial en este tipo de fondos.

A lo largo del estudio, se fue descubriendo que dentro de las 5 categorías restantes, se tenían fondos que no necesariamente podían compararse directamente. A pesar de que la SVS cataloga dentro de una misma categoría a fondos de similares características, estas clasificaciones parecen ser muy amplias, y es así como se encuentra que dentro de estas categorías se pueden encontrar fondos muy disímiles en cuanto al enfoque de inversión que mantienen. Por ejemplo, dentro de la categoría señalada como de libre inversión, puede haber fondos con muy distintas proporciones de inversión en renta variable (nacional o internacional) y renta fija (de corto o largo plazo). Integrar conjuntamente a fondos que tienen estrategias de inversión balanceados en forma muy distinta no es lo apropiado. Con este grado de disimilitud y heterogeneidad no es posible hacer una comparación justa del

desempeño alcanzado por dichos fondos, ni tampoco asociar dicho desempeño con los niveles de participación patrimonial que pudieran mantener en la categoría.

Dentro de los fondos mutuos mixtos, ocurre algo similar. Si bien, estos fondos pueden invertir en instrumentos de deuda y de renta variable en proporciones acotadas, no siempre son comparables, pues pueden estar balanceados en forma muy diferente. La AAFM subclasifica a estos fondos en 2 categorías distintas:

Tabla Nº 1: Subclasificación de fondos mutuos mixtos

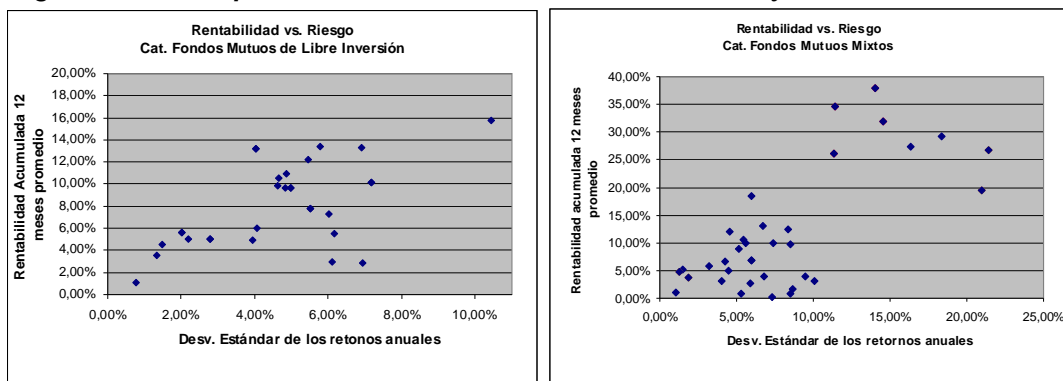
Categoría	Instrumentos de Renta Fija	Instrumentos de Capitalización
Fondo Balanceado Agresivo	0% - 60%	40% -100%
Fondo Balanceado Conservador	40%-100%	0%-60%

Fuente: Circular Nº7 elaborada por la Asociación Administradoras de Fondos Mutuos AAFM

Realizar una comparación entre un fondo que tiene una proporción de inversión de un 80% en instrumentos de capitalización vs. un fondo que tiene tan sólo un 10% de inversión en este tipo de instrumentos, no sería lo adecuado para comparar desempeño.

La heterogeneidad de los fondos dentro de las categorías catalogadas por la SVS como fondos de libre inversión y fondos mutuos mixtos, queda representada por el promedio de las rentabilidades acumuladas de 12 meses y la desviación estándar anual de sus retornos en los siguientes gráficos:

Gráficos Nº 6 y Nº 7: rentabilidad de 12 meses promedio vs. desviación de los retornos para categorías definidas por la SVS como “fondos de libre inversión” y “fondos mutuos mixtos”



Fuente: Elaboración propia en base a la serie de rentabilidades netas entregadas por la SVS

Tal como se observa en los gráficos anteriores, los fondos de la categoría de libre inversión tienen niveles de riesgo y rentabilidades acumuladas de 12 meses muy disímiles entre sí. Se observa, que por ejemplo, existen fondos que alcanzan en promedio 14% de rentabilidad neta anual, con 6% de desviación en sus retornos. Estos no deberían compararse directamente fondos que están en esta misma categoría, alcanzando rentabilidades promedio anuales en torno al 4% y desviaciones de sus retornos menores al 2%.

En la categoría de fondos mixtos, también se tiene gran dispersión en las rentabilidades alcanzadas y el nivel de riesgo asumido por los fondos. De hecho, la amplitud del riesgo medido en desviación estándar anual puede ir desde un 1% anual a casi 23%. Los retornos acumulados de 12 meses promedio también caen dentro de un rango muy amplio y mientras algunos fondos pueden estar rentando en torno al 5% anual, otros fondos dentro de esta misma categoría están en torno al

25% de rentabilidad anual. Debido a estas disimilitudes de riesgo y rentabilidad, se decidió que dentro de estas categorías, medir desempeño asociado a variaciones de participación no sería adecuado.

Por otro lado, dentro de las categorías que define la SVS como de deuda con duración menor a 90 días y deuda de mediano-largo plazo, conviven tanto fondos con carteras de activos nacionales, como fondos con carteras enfocadas en activos internacionales. Las condiciones de inversión son distintas en fondos con activos de deuda nacional o extranjera (pues pueden existir disimilitud de tasas, riesgos cambiarios, entre otros factores) y es en este sentido que la AAFM los subclasifica en categorías distintas.

En la misma línea, la categoría de fondos de capitalización impuesta por la SVS, también presenta gran heterogeneidad en los retornos y riesgos de cada uno de sus fondos. Esto se debe principalmente, a que los mercados en donde invierten los fondos pueden tener condiciones muy distintas. Si bien, la SVS engloba en una misma categoría a los fondos nacionales e internacionales, los riesgos asumidos en fondos internacionales pueden diferir significativamente de los fondos que invierten en carteras conformadas únicamente por acciones de empresas chilenas. De hecho, la AAFM subclasifica a los fondos accionarios en 10 subcategorías que difieren según su origen regional. Es así como se pueden tener fondos con enfoques de inversión en mercados emergentes, mercados desarrollados, mercados particulares como América Latina, Asia, Estados Unidos, China, etc.

Resumiendo lo anterior, se concluye que la categorización entregada por la AAFM es más acotada y permite comparar fondos dentro de categorías más homogéneas en cuanto a riesgo asumido. En la circular N°7, la AAFM informa que: *“El objetivo de comparar y rankear fondos debe sustentarse en las estrategias efectivas de inversión. Las comparaciones entre fondos deben realizarse en base las categorías que aquí se definen. Con esto se buscan comparaciones válidas y la entrega de información fidedigna a los partícipes, permitiéndoles discriminar la oferta disponible, y ayudándoles a tomar decisiones informadas a la hora de ahorrar o invertir”*

La subclasificación completa que entrega la AAFM, para los fondos de la industria nacional, queda representada en la siguiente tabla:

Tabla N° 2: Subclasificaciones de categorías de FFMM según orientación de inversión definidas por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos

Clasificación	Según Estrategia de Inversión	Número de Subcategorías	Instrumentos Nacionales	Instrumentos Internacionales	Origen Flexible
1	Renta Fija < 90 días	3	Fondo Renta Fija < 90 días Nacional	Fondo Renta Fija < 90 días Internacional	Fondo Renta Fija < 90 días Origen Flexible
2	Renta Fija < 365 días	3	Fondo Renta Fija < 365 días Nacional	Fondo Renta Fija < 365 días Internacional	Fondo Renta Fija < 365 días Origen Flexible
3	Renta Fija > 365 días	3	Fondo Renta Fija > 365 días Nacional	Fondo Renta Fija > 365 días Internacional	Fondo Renta Fija > 365 días Origen Flexible
4	Accionarios	10	Fondo Accionario Nacional	Fondo Accionario EEUU Fondo Accionario Europa Fondo Accionario Asia Pacifico Fondo Accionario Desarrollado Fondo Accionario América Latina Fondo Accionario Europa Emergente Fondo Accionario Asia Emergente Fondo Accionario Emergente	
			Fondo Accionario Sectorial		
5	Balanceados	2	Fondo Balanceado Agresivo Fondo Balanceado Conservador		
6	Garantizados	3	Fondo Garantizado Accionario Desarrollado Fondo Garantizado Accionario Emergente Fondo Garantizado de Deuda		
7	Inversionistas Calificados	1	Fondo Inversionistas Calificados		

Fuente: Circular N°7 elaborada por la Asociación Administradoras de Fondos Mutuos (AAFM)

Los resultados de este estudio se centran en obtener una relación entre el desempeño y las variaciones de participación que acumulan los fondos en las categorías definidas como:

- Fondos de Renta Fija menor a 90 días nacional
- Fondos de Renta Fija mayor a 365 días nacional
- Fondos Accionarios nacionales

Se escogen estas categorías para analizar indistintamente una de corto plazo, otra de mediano plazo y otra de largo plazo. A su vez, estas categorías presentan un número significativo de fondos para ser comparados conjuntamente, representan más del 50,7% del patrimonio administrado por la industria y tienen alto grado de homogeneidad en el riesgo observado puesto a que sus enfoques de inversión son más parecidos⁴. Esta última segmentación, permite realizar el estudio en el universo más apropiado y representativo posible para reflejar la relación que siguen las variaciones de participación patrimonial asociados al desempeño.

6.2 Medidas históricas y actuales de desempeño a nivel nacional

En la industria nacional, nunca antes ha existido un *ranking* que entregue clara información a los inversionistas y a las administradoras del mercado, sobre cuales son los fondos de mejor y peor desempeño dentro de una misma categoría. La única información disponible con la que un inversionista ha podido comparar a los distintos

⁴ Ver tabla N° 2A en anexos para observar número de fondos considerados en cada categoría analizada. Los gráficos N° 1A, 2A y 3A en anexos dejar ver el rango de riesgo y rentabilidades alcanzadas por los fondos en estas categorías.

fondos existentes, son las rentabilidades netas observadas, que son publicadas diariamente en los distintos periódicos del medio nacional, o en las páginas Web de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) o de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFM). Las rentabilidades típicas que puede observar un inversionista son las variaciones en valor cuota diarios, la rentabilidades alcanzadas en el mes anterior, la rentabilidad acumulada en 3 o 6 meses, la rentabilidad acumulada a lo largo del año (YTD), o la rentabilidad del año pasado obtenida por el fondo que se analice. Sin embargo, históricamente, no existían indicadores con ajustes por riesgo asumido o algún indicativo de persistencia de estas rentabilidades observadas.

En el pasado, el “buen desempeño” que los fondos mutuos alcanzaban respecto a su categoría ha sido reconocido mediante los Premios Salmón. Dichos premios han sido entregados desde el año 2000 por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFM) en conjunto con el Diario Financiero y premian a los fondos que mayor rentabilidad alcanzan en cada categoría tomando en cuenta las siguientes consideraciones:

- Se premia sólo rentabilidades positivas.
- Debe existir un mínimo de 5 fondos por categoría, los cuales deben estar vigentes durante todo el año analizado.
- Debe existir al menos 5 administradoras por categoría.
- No debe existir cambios de política de inversión en el año.
- Requerimiento mínimo de 50 partícipes por fondo y 30 partícipes por serie durante todo el período analizado.
- Requerimiento mínimo de UF 5.000 por serie durante todo el período analizado.
- Si una serie única se divide en varias series, se evaluará como si fuera la continuadora de la única, aquella serie que mantenga las características de la original. En todo caso, se premiará sólo una serie.
- Las rentabilidades para los fondos internacionales, serán calculadas en pesos, independiente de la moneda de contabilización del fondo.

Al cumplir con las condiciones descritas previamente, se otorgan premios de acuerdo a la siguiente restricción de número de fondos por categoría:

- Entre 0 y 4 fondos: no hay premios.
- Entre 5 y 10 fondos: un premio.
- Entre 11 y 20 fondos: dos premios.
- Más de 20 fondos: tres premios.

Si bien en el año 2000, cuando se realizó su primera versión, fueron premiados un total de 12 fondos en tan sólo 4 diferentes categorías (Renta Fija corto y largo plazo y Acciones nacionales e internacionales), en la ceremonia del 2007, se premió un total de 45 fondos en 15 categorías distintas. Esto demuestra que los premios han ido evolucionando a medida que lo hace la industria y que las categorías hoy en día son más específicas. Sin embargo, estos premios no toman en cuenta el factor de que dentro de las categorías, se pueden tener disimilitudes de riesgo asumido y al no realizar un ajuste por riesgo, pueden estar entregando señales erradas al mercado. De hecho, Vargas (2008), mediante un estudio en donde realiza un ajuste por riesgo en la categoría de fondos accionarios nacionales, menciona que en el 70% de los casos los ganadores “merecidos” (según índices que ajustan retorno por riesgo) difieren de los fondos que efectivamente ganaron. En este mismo estudio, se indica que una vez publicados los premios salmón, no se observan flujos anormales

en los fondos ganadores, lo que estaría indicando 2 posibles escenarios: que los inversionistas no ven estos premios como un buen indicador de desempeño o bien que simplemente el “buen desempeño” observado en los fondos que obtienen un premio no incide significativamente en un aumento de sus flujos, por el hecho que los inversionistas no toman en consideración dicha información, sino que estarían pesando más otras variables.

Recién a partir de Julio del año 2008 (posterior al horizonte de evaluación de este estudio), la AAFM decidió trabajar en conjunto con LVA Índices, entidad especializada en confeccionar indicadores de mercado. Hoy en día, esta entidad confecciona y publica un *ranking* de desempeño de los fondos mutuos a nivel nacional desgregados por categoría. La metodología que se usa, es similar a la utilizada por la clasificadora internacional Morningstar, que es una de las entidades más reconocidas a nivel internacional en cuanto a categorización de fondos. Al igual que Morningstar, LVA Índices clasifica a los fondos de mejor a peor desempeño según un ranking por estrellas⁵. En el ranking de LVA índices, se catalogan a los distintos fondos y series de la siguiente manera:

Grafico N° 8: Clasificación por estrellas según ranking confeccionado por LVA Índices

10%	SUPERIOR	*****
20%	SOBRE PROMEDIO	****
40%	PROMEDIO	***
20%	BAJO PROMEDIO	**
10%	INFERIOR	*

Así, las series calificadas con 5 estrellas han mostrado un mejor puntaje de rentabilidad ajustada por riesgo que el 90% restante de su categoría.

Fuente: Información al Participe publicado por LVA Índices en el sitio Web del diario El Mercurio

Este ranking representa un gran avance respecto a la información que se entregaba históricamente en la industria de fondos mutuos a nivel nacional. Ya el hecho de tener a los fondos catalogados por desempeño ajustando por riesgo (y no solamente comparando por rentabilidades netas alcanzadas), considerando además su persistencia y constancia en el tiempo, permite a los distintos partícipes de la industria una visualización más clara de cuales son los fondos más convenientes y menos convenientes para invertir. El ranking entregado en Junio de 2008 por esta entidad (considerando solamente las categorías de estudiadas), quedan detalladas en las tablas N° 3A - 8A en anexos.

7. Metodología y medición de las participaciones patrimoniales

7.1 Rentabilidades observadas

Las rentabilidades que se toman en cuenta para realizar el estudio, corresponden a rentabilidades netas (descontadas comisiones). Dichas rentabilidades se calculan a partir de las variaciones en los valores cuota de cada fondo y son las que finalmente reciben los inversionistas por colocaciones de su inversión.

⁵ El ranking obtenido por LVA Índices, al igual que como lo hace Morningstar, pondera en forma distinta a los fondos según su grado de antigüedad en el sistema. El resultado es un ranking que toma en cuenta la persistencia y consistencia en el desempeño alcanzado por los fondos en una categoría

Aquí se toman en cuenta rentabilidades mensuales netas alcanzadas. En base a estas rentabilidades y las variaciones que van presentando a lo largo del tiempo es posible medir el desempeño que presenta cada fondo.

Si un inversionista evaluara el desempeño alcanzado por todos los fondos dentro de la categoría donde pretende dirigir su inversión, éstas serían las rentabilidades relevantes que debería evaluar para tomar la mejor decisión de inversión. Uno debería esperar que el inversionista dirija su inversión hacia fondos de mejor desempeño, evaluando el riesgo y rentabilidad por sobre las otras alternativas de una misma categoría. Por otro lado, se espera que si el fondo donde un inversionista mantiene su capital, está rentando constantemente menos que otro fondo de similares características, entonces las inversiones deberían ir redirigidas hacia fondo de mejor desempeño.

7.2 Criterio de selección de fondos comparables

El análisis realizado se basa en hacer comparaciones entre las series de mayor flexibilidad en cuanto a montos mínimos de inversión y/o período mínimo de permanencia sin castigos. Generalmente, la serie que presenta mayores flexibilidades de inversión es la serie “A”, pero esta denominación depende de cada administradora definirlo y bien puede darse que la serie de mayor flexibilidad sea la serie “C”, “F” o cualquier otra denominación que le entregue la administradora. Para verificar que se hayan tomado las series de mayor flexibilidad de inversión, se analizaron las características descriptivas de cada serie en las referencias que entrega la Superintendencia de Valores y Seguros para cada fondo. A su vez, los fondos con serie única dentro de las categorías analizadas, también son tomados en cuenta dentro del análisis si no indican restricciones de inversión y/o castigos por retiros anticipados.

Como se pretende relacionar el desempeño alcanzado por los fondos más “flexibles” con sus variaciones de participación patrimonial, no es apropiado comparar un fondo de serie “A” con un fondo de serie “APV” por ejemplo. Los fondos de serie APV, presentan las mayores restricciones para invertir. El tiempo de permanencia de la inversión en estas series pretende ser de largo plazo, puesto que los retiros anticipados son castigados con comisiones muy altas. Si un mismo fondo tiene una serie dirigida para “todo inversionista” y otra para personas que pretendan realizar un ahorro provisional voluntario, las rentabilidades netas que observará el inversionista serán mayores para la serie de ahorro provisional voluntario, ya que descuentan menores comisiones sobre la rentabilidad bruta alcanzada⁶. Debido a esto, no se puede comparar desempeño medido a través de rentabilidades netas para distintas series, pues lógicamente se verá que el fondo APV tiene mejor desempeño que su serie más flexible.

Esta última razón, indica que se hace indispensable comparar desempeño de fondos de una misma serie para no sesgar el análisis.

⁶ Las administradoras tienen menores comisiones anuales para series más restrictivas, pues el incentivo a invertir en estas series en lugar de las más flexibles, se ve reflejado mediante un retorno más alto entregado al inversionista. La desventaja que presentan por contraparte, son fuertes castigos por retiros anticipados.

7.3 Período de Análisis y Selectividad de Fondos

El período considerado para medir desempeño y variaciones de participación de los fondos de serie más flexible es de 36 meses. Se tomó una muestra selectiva de fondos de las distintas categorías considerando las rentabilidades netas mensuales y patrimonio neto administrado desde enero de 2005 hasta diciembre de 2007.

Se justifica este horizonte de evaluación por el hecho de que dentro de este período, el número de fondos comparables era óptimo como para analizar concurrencia entre desempeño y participación patrimonial.

Si bien existen datos que referentes al nivel patrimonial y rentabilidades mensuales de las distintas series de fondos mutuos a partir del año 2000 (que se pueden obtener en la página Web de la SVS), a esa fecha no se tenía un número suficiente de fondos como para hacer un comparativo de desempeño y nivel de participaciones patrimoniales apropiado por categoría. Si se hubiese realizado el análisis desde dicha fecha, se tendría que haber dejado de lado a muchos fondos que ingresaron al mercado después. Esto porque, a pesar de que los indicadores de desempeño que se utilizan para categorizar fondos mutuos internacionales, permiten hacer una ponderación según la antigüedad del fondo, las participaciones y variaciones patrimoniales que se consideren, tienen que estar indicadas para el mismo horizonte de tiempo, pues sino no se podrían observar tendencias de mayores o menores crecimientos desde un mismo punto inicial.

Ya a comienzos del año 2005, la cantidad de fondos que manejaba cada categoría seleccionada, eran suficientes como para considerarlos dentro del análisis y debido a esto, el estudio permite analizar un alto porcentaje del total de fondos que hoy en día están presentes en el mercado.

Por otro lado, el horizonte considerado en la evaluación es consistente con el horizonte mínimo de evaluación de desempeño de las distintas clasificadoras de desempeño para fondos mutuos internacionales como S&P, Morningstar, Lipper, EuroPerformance o Edhec y es efectivamente dicho horizonte de evaluación el que utiliza "Celfin Index" para entregar un *ranking* de desempeño para fondos mutuos internacionales a las administradoras locales.

7.4 Determinación del patrimonio neto administrado

El patrimonio administrado de cada fondo mutuo representa el monto total de inversiones realizadas por los distintos participes, además de incluir la rentabilidad acumulada de dichas inversiones. En este estudio se pretende saber si los fondos aumentan o disminuyen sus flujos netos en mayor proporción a lo que lo hacen los flujos de la categoría completa. Por esta razón, es necesario descontar la rentabilidad acumulada de los fondos, y así hacer un análisis sobre el patrimonio neto. Se puede realizar una aproximación del patrimonio administrado medido únicamente a partir de *inflows* y *outflows* para cada fondo considerando lo siguiente:

$$\boxed{Flujo_Neto_{it} = Pat_{it} - Pat_{i(t-1)} \cdot (1 + R_{it})}$$

Donde $Flujo_Neto_{it}$ corresponde al flujo neto del fondo i en el periodo t , Pat_{it} representa el total de activos administrados del fondo i en el periodo t , y R_{it} corresponde a la rentabilidad del fondo i en el periodo t . Esta definición asume que el flujo ocurre al final de cada mes.

Cabe notar también que la rentabilidad bruta alcanzada por un fondo i en el mes t , se puede estimar como la variación porcentual del valor cuota (rentabilidad neta) más el cobro promedio mensual en comisiones (determinado a partir de los TAC totales). La estimación de la rentabilidad bruta mensual de cada fondo se estimó como sigue:

$$\boxed{Rent_Bruta_{it} = Rent_neta_{it} + (TAC/12)}$$

Con esto, el patrimonio neto de un fondo i , en el período t , queda representado como:

$$\boxed{Pat_Neto_{it} = Pat_Neto_{i(t-1)} + Flujo_Neto_{it}}$$

7.5 Participación Patrimonial

La definición de participación patrimonial que se toma en este estudio es la misma que la que utiliza la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFMM) y la SVS para representar el “peso” relativo del patrimonio del fondo en la categoría. El nivel de participación que se le asigna a cada fondo en este estudio queda representado como sigue:

$$\boxed{Particip_{it} = \frac{Pat_Neto_{it}}{\sum_i Pat_Neto_t}}$$

Donde $Particip_{it}$ representa el nivel de participación patrimonial del fondo i en el período t respecto a su categoría. Este nivel se calcula tomando la proporción que representa su patrimonio neto Pat_Neto_{it} en cada período, sobre el total patrimonial administrado por la categoría en el período, representado como $\sum_i Pat_Neto_t$.

7.6 Variaciones en la participación patrimonial y su justificación dentro del estudio

Para representar la variación de participación de los fondos dentro del período de estudio se consideró el nivel de participación que cada fondo mantenía hacia fines de 2007 en contraste con el nivel de participación mantenida a comienzos de 2005. Dado esto, se mide la variación de participación patrimonial como sigue:

$$\text{Var_Particip}_i = \left(\frac{\sum_{t=30}^{36} \text{Particip}_{it}}{6} \right) - \left(\frac{\sum_{t=1}^6 \text{Particip}_{it}}{6} \right)$$

Esta representación de variación de participación toma la diferencia entre el promedio de participación patrimonial mantenida por el fondo *i* en los últimos 6 meses del estudio y el promedio de participación patrimonial mantenida por el fondo *i* en los primeros 6 meses. De esta manera se puede representar mejor la tendencia que sigue el nivel de participación de un fondo. Si se tomaran variaciones de participación simplemente considerando las diferencias entre el último y el primer mes, se tendrían distorsiones que no lograrían representar necesariamente una tendencia en cuanto al nivel de participación mantenido.

Cabe notar, que el porcentaje de patrimonio administrado respecto al patrimonio total de la categoría, da una indicación del peso relativo de las inversiones de un fondo respecto a otros fondos comparables en donde un inversionista de similar perfil pudiera elegir destinar su inversión. Si un fondo presenta un alto nivel de participación patrimonial, se puede decir que los flujos están mayormente destinados hacia este fondo. Como se pretende estudiar si la evolución de los flujos va destinada en mayor medida hacia los fondos que dentro de un período alcanzan mejor desempeño, entonces la proporción de la inversión dentro de un universo comparable es un indicador apropiado. Si un fondo gana participación patrimonial, significa que aumenta sus flujos en mayor medida que lo hacen los flujos de la categoría completa, mientras que si un fondo ve caer su participación patrimonial, estaría indicando que los flujos se están destinando en mayor proporción hacia otros fondos comparables.

Por otro lado, utilizar medidas de participación patrimonial en lugar de verificar la variación de flujos netos que tienen los fondos dentro del período de análisis, permite aislar el hecho de que existen vaivenes exógenos que afectan a los niveles globales de inversión en ciertos instrumentos financieros.

Durante la historia han existido varias crisis que han golpeado fuertemente los mercados financieros. En 1982, con la crisis bancaria produjo fuertes pérdidas en el sistema, haciendo desaparecer administradoras del mercado, reduciendo el número de fondos, y disminuyendo los patrimonios administrados en más de 78%. Más de 150 mil personas salieron del sistema. A partir de 1985, con el fin de la crisis, la industria vivió un período de recuperación. Se crearon nuevos fondos, entraron más de 30.000 partícipes y se modificó la normativa, reforzándose el control por parte de la SVS. Desde entonces el sistema no hizo más que crecer, hasta que en 1998, la caída de los países asiáticos hizo disminuir los patrimonios administrados en casi 30%. Sin embargo, la recuperación fue rápida. En 1999, vino la recuperación

económica, las empresas y las personas volvieron lentamente a invertir en fondos mutuos, ayudados por una constante disminución de las tasas de interés. Los patrimonios transados crecieron 50% en el período, recuperándose de la fuerte caída del año anterior. En el primer trimestre de 2003, el caso Corfo-Inverlink, nuevamente trajo consecuencias negativas en el mercado, provocando la desaparición de dos administradoras, una reducción significativa del patrimonio administrado y del número de partícipes.

Hoy en día, en plena crisis *subprime* se observa que las inversiones en fondos mutuos de la industria nacional, han decrecido en más de 7,39% en tan sólo un año. Así, si a diciembre de 2007 el mercado manejaba \$12,12 millones de millones, al término de 2008, esta cifra llegaba a los \$11,22 millones de millones. A nivel desagregado, se observa que las caídas de inversión más bruscas provocadas por esta crisis, están en los fondos de capitalización, que presentan una disminución patrimonial de aproximadamente un 56,4% desde el nivel mantenido hacia fines del año 2007. El número de partícipes en esta última categoría, se redujo en más de 50.000 en el último año y todos los pronósticos de reconocidos economistas apuntan a que esta crisis seguirá disminuyendo inversiones en instrumentos de alto riesgo como éstos por algún tiempo más. En todo caso, y tal como lo demuestra la historia pasada, los vaivenes provocados por las distintas crisis han sido superados por la industria y se espera que en el mediano plazo, las inversiones en fondos mutuos sigan creciendo, llevando a la industria hasta un grado de maduración cada vez mayor.

Lo anterior sirve para indicar, que si bien se tienen grandes incrementos y caídas en el nivel de inversiones de la industria, los fondos que logren sobrellevar dichos vaivenes de mejor manera serán los que mejor desempeño alcancen. La idea de este estudio, es aislar el hecho de que una categoría completa se vea afectada por una crisis o auge desproporcionado de inversiones, para verificar si son efectivamente los fondos que más aumentan su proporción de inversión respecto a los demás, los que presentan mejor desempeño o no.

8. Comparación de rentabilidades netas entre fondos de mayor aumento y mayor disminución de participación patrimonial

Dentro de cada una de las categorías consideradas, se verificó cuales fueron los fondos que más aumentaron su participación patrimonial y cuales fueron los fondos que más disminuyeron su nivel de participación dentro del mismo período de estudio⁷.

Una primera comparación del desempeño alcanzado por los fondos de mayor aumento y mayor disminución en participación puede hacerse mediante la creación de “carteras eficientes”. En el año 1959, Markowitz, desarrolla su modelo sobre la base del comportamiento racional del inversionista. Lo que plantea, es que para cada inversionista existirá una cartera que será eficiente si proporciona la máxima rentabilidad posible para un riesgo dado, o de forma equivalente, si presenta el menor riesgo posible para un nivel determinado de rentabilidad. El conjunto de

⁷ El detalle de los fondos con mayores aumentos y mayores disminuciones en su participación patrimonial desde 2005 a 2007, queda detallado en las tablas N° 9A, 10A y 11A en anexos.

carteras eficientes puede calcularse resolviendo el siguiente problema cuadrático paramétrico:

$$\text{Min} \sigma^2(R_p) = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i \cdot x_j \cdot \sigma_{ij}$$

s.a:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n x_i \cdot E(R_i) \leq V^* \quad ; \quad \sum_{i=1}^n x_i = 1 \quad ; \quad x_i \geq 0 \quad \forall x_i$$

Donde:

- x_i es la proporción de la inversión total, destinada al fondo i.
- $\sigma^2(R_p)$ es la varianza de la cartera p.
- σ_{ij} representa la covarianza entre los retornos de los fondos i y j.
- $E(R_p)$ representa la rentabilidad esperado de la cartera.
- V^* representa un parámetro de varianza que se fija para obtener el máximo de rentabilidad para ese nivel de riesgo

Si bien este modelo fue pensado para carteras de activos o acciones, es perfectamente aplicable sobre carteras de fondos mutuos, ya que se basa en medir rentabilidades promedio y riesgo asumido. En este caso, se toma la rentabilidad promedio desde la serie de rentabilidades acumuladas de 12 meses para todos los fondos y su desviación estándar se define como medida de riesgo.

Mediante la creación de estas fronteras, se plantea observar por un lado, cual sería la máxima rentabilidad que un inversionista hubiese alcanzado al invertir conjuntamente en los 5 fondos de mayor aumento de participación, creando carteras distintas para cada nivel de riesgo asumido. Por otro lado, se puede observar como hubiese sido la rentabilidad máxima que hubiese alcanzado a obtener un inversionista que hubiese invertido en carteras creadas a partir de los 5 fondos que más disminuyeron su participación en la categoría⁸.

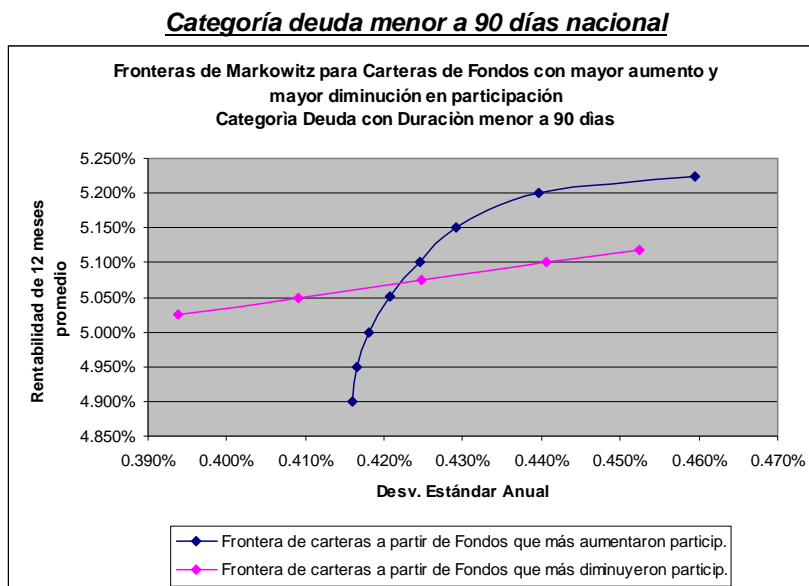
Si se observara que la frontera creada a partir de los fondos de mayor aumento en participación obtiene mayores rentabilidades que la frontera creada con los fondos que más disminuyen su participación, para cualquier nivel de riesgo que se analice, entonces se podría pensar que los aumentos en participación fueron guiados por una mayor eficiencia en los retornos alcanzados por el primer grupo de fondos.

Sin embargo, lo que se observa en las distintas categorías analizadas muestra que no se tienen fronteras más eficientes creadas con los fondos de mayor aumento en participación.

⁸ No necesariamente el modelo recoge inversiones en todos los fondos de cada grupo, sino que permite escoger dentro del grupo de fondos de mayor aumento en participación, o indistintamente dentro de los fondos de mayor disminución de participación, cual es la proporción óptima de inversión que se puede generar para distintos niveles de riesgo. El modelo puede no escoger nunca la inversión en alguno de los fondos por ser siempre más ineficiente que la combinación que se puede generar a partir de otros fondos del mismo grupo.

En la categoría de deuda con duración menor a 90 días, las fronteras que se crean con estos 2 grupos mencionados quedan representadas en el siguiente gráfico:

Grafico N° 9: Fronteras eficientes de Markowitz formadas por el grupo de 5 fondos de mayor aumento en participación patrimonial y el grupo de 5 fondos de mayor disminución en participación patrimonial.

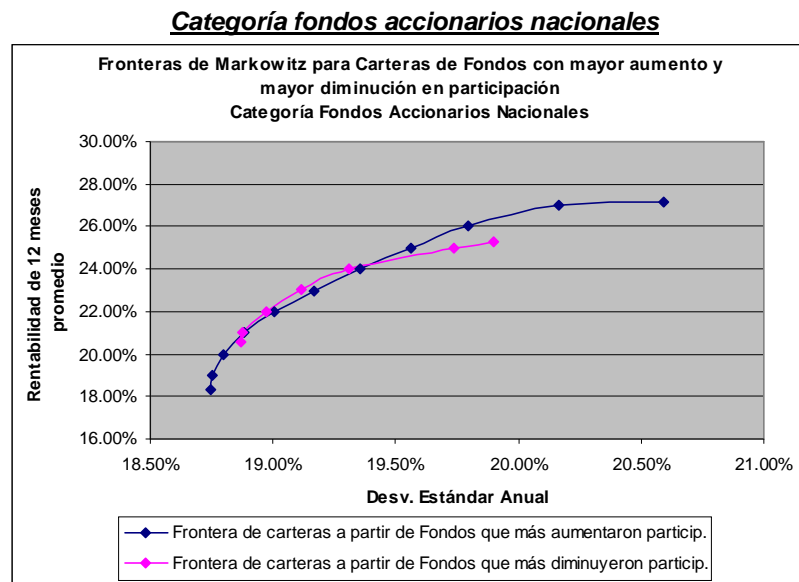


Fuente: Elaboración propia a partir de la serie rentabilidades netas promedio de 12 meses

Se observa que en esta categoría, se tiene un “cruce de fronteras”. Esto estaría indicando que la inversión óptima no estaría dada ni en los fondos de mayor aumento de participación, ni en los fondos de mayor disminución de participación pues depende del riesgo que quiera asumir el inversionista. Al no denotar una frontera predominantemente eficiente, no se puede decir que los fondos de mayor aumento hayan obtenido dicho crecimiento en su proporción de inversiones por el hecho de obtener mayores rentabilidades.

En la categoría de fondos accionarios nacionales, las fronteras descritas también presentan un “cruce”. Esto queda descrito en el gráfico N° 10. Más interesante que eso, es que dentro de un cierto nivel de riesgo comparable, la rentabilidad que logran alcanzar las carteras creadas por los fondos que más aumentan su proporción de inversiones, en contraste con la rentabilidad que alcanzan las carteras creadas con fondos que más disminuyeron su participación, es casi idéntica. Es decir, un inversionista que hubiese diversificado su inversión dentro del período, invirtiendo en los fondos que más disminuyeron su proporción de inversiones, hubiese obtenido retornos muy similares a otro que hubiese diversificado su cartera invirtiendo en fondos que vieron crecer su proporción patrimonial en la categoría.

Grafico N° 10: Rentabilidad y Riesgo asumido por carteras formadas por el grupo de 5 fondos de mayor aumento en participación patrimonial y el grupo de 5 fondos de mayor disminución en participación patrimonial.



Fuente: Elaboración propia a partir de la serie rentabilidades netas promedio de 12 meses

La principal conclusión que se desprende de este análisis, es que no existen mayores diferencias en cuanto a la rentabilidad que podría alcanzar un inversionista que invierte conjuntamente en los fondos de mayor aumento de participación patrimonial, contrastándolos con los fondos de mayor disminución patrimonial. Tanto en una categoría de corto plazo (fondos nacionales de deuda menor a 90 días), como en una categoría de largo plazo (fondos accionarios nacionales), no se denotan claras diferencias en las rentabilidades netas que pueden alcanzar las carteras creadas por los 2 grupos analizados. Debido a esto, no se puede inferir que los fondos de mayor aumento en participación patrimonial, lograron dichos aumentos por entregar mayores rentabilidades.

Un estudio más detallado sobre las diferencias en rentabilidad que entregan los fondos de mayor crecimiento de participación, en contraste con los fondos de mayor disminución en su participación patrimonial se puede hacer con un análisis estadístico simple.

Se ha estudiado que las rentabilidades de cualquier activo se comportan de forma normal (Greene (2000), *Econometric analysis*), tanto para mediciones diarias, semanales, mensuales y anuales. Asumiendo esto, se puede verificar si las medias entre 2 series son estadísticamente distintas. Dicho análisis se realizó sobre la serie de rentabilidades netas mensuales que presentan los 5 fondos que más aumentaron su participación en la categoría, en comparación con la serie de rentabilidades netas mensuales que presentan los fondos que más disminuyeron su nivel de participación dentro del mismo período de estudio.

Lo que se plantea, es testear la hipótesis definida como:

$$H_0 = \bar{r}_i - \bar{r}_j = 0$$

$$i = \{5_fondos_mayor_aumento_particip\}$$

$$j = \{5_fondos_mayor_disminución_particip\}$$

Con esto, se pueden contrastar 25 pares de fondos, observando que se presentan algunos casos con diferencias significativas en cuanto a las rentabilidades netas alcanzadas. A continuación se muestra lo observado en los fondos de la categoría de deuda menor a 90 días nacionales:

Tabla Nº 3: Estadístico de contraste en las medias de rentabilidad neta mensual entre todos los pares de fondos creados por los 5 de mayor aumento en participación patrimonial y los 5 fondos de mayor disminución en participación patrimonial

Categoría fondos de deuda menor a 90 días nacional

Paired Samples Test				
		t	df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	mayor_1 - menor_1	,813	35	,422
Pair 2	mayor_1 - menor_2	3,205	35	,003
Pair 3	mayor_1 - menor_3	-4,800	35	,000
Pair 4	mayor_1 - menor_4	-1,538	35	,133
Pair 5	mayor_1 - menor_5	-6,953	35	,000
Pair 6	mayor_2 - menor_1	,682	35	,500
Pair 7	mayor_2 - menor_2	3,551	35	,001
Pair 8	mayor_2 - menor_3	-4,540	35	,000
Pair 9	mayor_2 - menor_4	-1,424	35	,163
Pair 10	mayor_2 - menor_5	-6,048	35	,000
Pair 11	mayor_3 - menor_1	6,890	35	,000
Pair 12	mayor_3 - menor_2	31,920	35	,000
Pair 13	mayor_3 - menor_3	7,831	35	,000
Pair 14	mayor_3 - menor_4	6,041	35	,000
Pair 15	mayor_3 - menor_5	1,011	35	,319
Pair 16	mayor_4 - menor_1	8,892	35	,000
Pair 17	mayor_4 - menor_2	15,592	35	,000
Pair 18	mayor_4 - menor_3	6,735	35	,000
Pair 19	mayor_4 - menor_4	4,330	35	,000
Pair 20	mayor_4 - menor_5	,695	35	,492
Pair 21	mayor_5 - menor_1	-2,043	35	,049
Pair 22	mayor_5 - menor_2	-1,825	35	,077
Pair 23	mayor_5 - menor_3	-3,429	35	,002
Pair 24	mayor_5 - menor_4	-3,007	35	,005
Pair 25	mayor_5 - menor_5	-4,354	35	,000

Fuente: Elaboración propia con programa SPSS a partir de serie de rentabilidades netas mensuales aportados por la SVS

En esta última tabla se remarcan en azul, a los pares de fondos donde se observan rentabilidades netas significativamente mayores en los de mayor aumento en participación patrimonial contrastados con los de mayor disminución patrimonial (considerando un nivel de confianza del 95%). En rojo se detallan los pares donde los fondos de mayor disminución patrimonial presentan rentabilidades netas significativamente mayores a los de los fondos de mayor participación patrimonial.

Al verificar algunos casos particulares de esta categoría, se observa que por ejemplo, el 3er fondo de mayor crecimiento en participación patrimonial

("TESORERÍA" de Santander Asset, indicado en la tabla anterior como mayor_3), obtuvo una rentabilidad neta promedio mensual de un 5,18% durante el período, mientras que el 2do fondo con mayor disminución en participación ("MONEY MARKET", de la misma administradora, indicado en la tabla anterior como menor_2) tuvo un 4,73% promedio de rentabilidad mensual. Lo que se puede recalcar aquí, es que no hubo ningún mes en donde el fondo con la 2da mayor disminución en participación superara en rentabilidad neta al fondo con el 3er mayor aumento en participación⁹. Dicha diferencia en las medias alcanzadas se representa en la tabla anterior como el par definido "mayor 3 – menor 2". Este par muestra un estadístico T de 31,92, indicando que se rechaza, a cualquier nivel de significación, que las medias de rentabilidad neta de ambos fondos sean iguales. Esto podría explicar en parte, porque el fondo "TESORERÍA" vio incrementar su patrimonio en más de un 204% dentro del período de estudio, mientras que el fondo "MONEY MARKET" vio disminuido su patrimonio en un 28,36% dentro del mismo período.

Sin embargo, existen casos que presentan una relación completamente inversa. Remarcados en rojo en la tabla anterior, se observan los fondos que no siguen un comportamiento "racional". Por ejemplo, el fondo con el 5to mayor porcentaje de aumento en su participación patrimonial ("PROXIMIDAD" del Banco Desarrollo, indicado como mayor_5), mostró un aumento del 1,67% respecto al porcentaje de inversiones mantenido en un comienzo. Si bien su patrimonio total se incrementó en más de 474% respecto al patrimonio administrado a comienzos de 2005, el promedio de sus rentabilidades netas mensuales alcanzadas dentro de este período es estadísticamente menor a las alcanzadas por 4 de los 5 fondos de mayor disminución de participación patrimonial (considerando un nivel de confianza del 5%)¹⁰.

Este análisis, permite observar que existen fondos dentro de una misma categoría, que a pesar de alcanzar rentabilidades netas mayores que otros fondos de serie comparable, están viendo perder participación patrimonial. Si se considerara que solamente importan las rentabilidades pasadas como indicador de desempeño, se comprueba que esto no aseguraría de que un fondo aumente la participación patrimonial mantenida en un comienzo. Hay fondos que tienen flujos negativos aún cuando presentan retornos significativamente mayores a otros en una misma categoría. Por contraparte, hay ejemplos de fondos que aumentan sus niveles proporcionales de inversión respecto a la categoría, y que tienen rentabilidades significativamente menores que otros fondos similares.

Similar relación existe en las otras categorías estudiadas, en donde también se remarcan diferencias significativas en las rentabilidades netas alcanzadas dentro de los 36 meses de estudio (ver tablas N° 12A y N° 13A en anexos). Por ejemplo, en la categoría de deuda de mediano y largo plazo, el fondo con el mayor incremento en participación patrimonial ("CONVENIENCIA" del BCI) presenta rentabilidades

⁹ Esto no implica necesariamente que la cartera administrada por el fondo TESORERÍA haya tenido una mejor gestión de inversiones, pues se están describiendo rentabilidades netas. Es posible que el fondo TESORERÍA y el fondo MONEY MARKET hayan tenido similares retornos antes de descontar comisiones, pero difieren significativamente en cuanto a las rentabilidades que observadas por los inversionistas.

¹⁰ Por ejemplo, el 4to fondo con mayor disminución de participación en el período ("SOLVENTE" de BancoEstado, indicado como menor_4), el cual tuvo una variación en su nivel de participación del -1,91%, perdiendo más de un 57,6% de su patrimonio inicial, tuvo en 35 de los 36 meses estudiados, mayor rentabilidad neta alcanzada que el fondo "PROXIMIDAD".

mensuales significativamente menores que las alcanzadas por 3 de los fondos de mayor disminución en participación. En la categoría de fondos accionarios nacionales, el 4to fondo con mayor incremento en participación (“BICE ACCIONES” del Banco Bice) presenta menores rentabilidades netas mensuales que 2 de los fondos que mayor disminución de participación tuvieron.

Ejemplos como estos últimos, hacen pensar que no solamente las rentabilidades netas observadas estarían guiando a que se tengan fondos con grandes aumentos o grandes disminuciones de participación. Es decir, no se ve reflejada una concurrencia positiva entre mayores rentabilidades y aumentos de participación patrimonial en los fondos de las categorías analizadas.

9. Desempeño y relaciones con los niveles de participación patrimonial

9.1 Celfín Index como medida de desempeño de fondos internacionales

El “Celfín Index” fue creado por la administradora de fondos Celfín Capital y tiene por objetivo *rankear* a los fondos mutuos internacionales según su desempeño alcanzado. Dicho ranking hace una clasificación de los fondos mutuos internacionales separados por distintas categorías¹¹ y es utilizado por las administradoras de la industria nacional para entregar una referencia a los institucionales (principalmente a las AFP) sobre las mejores alternativas de inversión en fondos internacionales.

Lo que hace este índice es ponderar variables de retorno y riesgo, para otorgar una clasificación relativa a cada fondo mutuo dentro de su categoría. La metodología que utiliza este índice, es asignar un puntaje de acuerdo al cuartil en que cada fondo mutuo clasifique para cada variable de ponderación. Luego, pondera los puntajes resultantes de acuerdo a la tabla siguiente:

Tabla Nº 4: Ponderación de ratios de desempeño para creación de “Celfín Index”

Variables de Retorno (40%)	Retorno 12 meses	10%
	Retorno 13-24 meses	10%
	Retorno 25-36 meses	10%
	Consistencia Trimestral	10%
Ajustado por Riesgo (60%)	Alfa de Jensen	20%
	Sharpe's Ratio	10%
	Information Ratio	20%
	Tracking Error	10%
		100%

Fuente: Informe de análisis de desempeño para fondos mutuos internacionales de la Administradora Celfin Capital

El resultado es expresado en base 100, correspondiendo el mayor puntaje al mejor fondo de su categoría.

¹¹ Al igual que como la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFMM) clasifica los fondos mutuos de la industria nacional, Celfín Index utiliza una clasificación de categorías dependiendo de la estrategia de inversión y según la región donde invierten los fondos. Es así como se tienen categorías distintas para fondos que son “accionarios de mercados emergentes”, “accionarios asiáticos”, “accionarios europeos”, “accionarios de mercados emergentes”, etc.

La consistencia trimestral que se detalla anteriormente, corresponde al puntaje asignado de acuerdo al desempeño relativo de los fondos respecto a la categoría. Para cada trimestre, se ordenan los fondos de una categoría de mayor a menor retorno trimestral y se les asigna puntaje (4, 3, 2, ó 1) de acuerdo al cuartil donde se ubiquen. El puntaje de consistencia es la suma de los puntajes de los últimos 12 trimestres.

Las consideraciones generales que toma este índice, para efectos de clasificación, son incluir solamente fondos con más de 36 muestras mensuales y asignar un mismo *benchmark* y activo libre de riesgo para cada categoría.

Los ponderadores utilizados reflejan el mutuo acuerdo alcanzado entre la entidad creadora del índice (Celfín Capital), en conjunto con las administradoras e institucionales, quienes consideran que pesando a los distintos *ratios* de desempeño según lo planteado anteriormente, se puede generar un ranking razonable para clasificar el desempeño consistente. Fiel reflejo de que se valora esta clasificación, es la constante verificación por parte de algunas administradoras de la industria nacional tales como “Zurich Administradora General de Fondos”, quienes mensualmente revisan este índice para apoyar sus recomendaciones de inversión a institucionales.

Para fines prácticos de este trabajo, se utiliza un índice de desempeño basado en el “Celfín Index”, pero tomando en cuenta las siguientes consideraciones:

1. No se utiliza la misma asignación de puntaje a cada cuartil en cada indicador de desempeño. El puntaje asignado a cada indicador es más específico y se calcula como:

$$\text{puntaje}_{\text{ fondo}} = \frac{(\text{valor indicador fondo } i - \text{mínimo valor indicador de la categoría})}{(\text{máximo valor indicador categoría} - \text{mínimo indicador categoría})}$$

Este puntaje es continuo (y no discreto como el utilizado por *Celfín Index*) dentro de una escala que va de 0 a 100. Se le asigna 0 puntaje al peor fondo y 100 al mejor fondo en cada indicador de desempeño calculado.

2. Mediante las rentabilidades alcanzadas por los fondos de la categoría, ponderando por su nivel de participación mantenida en el mes considerado, queda definido el retorno del *benchmark*. Es así como el retorno del *benchmark* para el mes *j* queda definido como:

$$\text{rent. benchmark mes } j = \sum_i (\text{rent}_{\text{ fondo } i_{\text{MES}_j}} * \text{particip}_{\text{ fondo } i_{\text{MES}_j}})$$

Este retorno ponderado es el mismo que utiliza la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFMM) para describir en sus informes cual es el retorno alcanzado por una categoría en conjunto.

3. Las tasas libre de riesgo utilizadas para medir el índice de Sharpe y calcular el Alfa de Jensen, fueron obtenidas a partir de los distintos bonos y pagarés del Banco Central y se utilizaron tasas acordes a la duración de inversión de las distintas categorías:

- Fondos de Deuda Menor a 90 días nacional: PDBC 90 días
- Fondos de Deuda Mediano-Largo Plazo nacional: BCP 2 años
- Fondos Accionarios Nacionales: BCP 5 años

9.2 Ranking de desempeño creado y contraste con el nivel de participación patrimonial alcanzado

El ranking de desempeño creado a partir de la metodología utilizada por Celfin Index, pero para los fondos mutuos chilenos, es obtenido al mes de diciembre de 2007. Si bien este índice describe una “foto” del desempeño alcanzado hasta ese mes, la evaluación considerada para crear el *ranking* toma en cuenta las rentabilidades mensuales alcanzadas por los fondos durante los últimos 36 meses (es decir, desde enero 2005 a diciembre 2007). Según esto, el índice generado debería ser el reflejo del desempeño consistente alcanzado por los fondos dentro del período de estudiado.

Como se pretende relacionar el desempeño alcanzado con el nivel de participación que alcanzan los fondos en cada categoría, se puede verificar si efectivamente los fondos que son clasificados con mejor desempeño, son los que mantienen el mayor porcentaje de la inversión en la categoría. Más relevante aún, es saber si efectivamente son éstos, los que logran aumentar en mayor proporción su nivel de participación patrimonial desde lo que mantenían inicialmente o no. Con esto, se tratará de inferir si efectivamente un fondo que logra un buen desempeño durante el período de estudio, capta mayor proporción que los flujos que ingresan a la categoría o no.

Las expectativas racionales indican que si los inversionistas considerarán el desempeño alcanzado por los fondos en el pasado como único factor para dirigir su inversión y pudieran observar todo el universo de fondos similares para elegir informadamente donde invertir, debería darse que los fondos de mejor desempeño fueran los que a la larga ganaran en participación patrimonial, y los que son considerados de peor desempeño fueran perdiendo participación. Sin embargo, en la industria de fondos mutuos nacionales y considerando un *ranking* de desempeño creado a partir de la metodología definida por “*Celfin Index*”, no se da directamente dicha relación.

9.2.1 Análisis de la categoría de fondos de deuda menor a 90 días nacional

Dentro de esta categoría, el ranking generado para los fondos de serie comparable se describe como sigue:

Tabla Nº 5: Ranking de Desempeño y contraste con el nivel de Participación entre 2005-2007 para fondos de la categoría Deuda Menor a 90 días Nacional

	Fondo	administradora	serie	Indice	Nivel Particip 2005-01	Nivel Particip 2007-02	Variación Particip 2005-2007	
1	ITAU SELEC	ITAU	UNICA	0.951	2.70%	2.55%	-0.15%	↓
2	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	0.948	2.89%	1.40%	-1.48%	↓
3	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	0.930	0.54%	4.04%	3.50%	↑
4	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	0.918	5.26%	8.83%	3.57%	↑
5	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	0.888	9.91%	7.09%	-2.82%	↓
6	SECURITY PLUS	SECURITY	A	0.885	3.28%	1.65%	-1.63%	↓
7	VALORIZA	SCOTIA	UNICA	0.838	2.47%	1.94%	-0.53%	↓
8	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	0.818	2.51%	0.60%	-1.91%	↓
9	VISION	PRINCIPAL AGF	100	0.812	0.10%	0.15%	0.05%	↑
10	CASH	BANCHILE	UNICA	0.800	2.37%	1.49%	-0.88%	↓
11	PRIORIDAD	BANDESARROLLO	A	0.797	1.49%	0.32%	-1.17%	↓
12	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	0.785	0.46%	1.36%	0.90%	↑
13	EXTRAVALOR	SANTANDER ASSET	UNICA	0.778	6.13%	16.49%	10.36%	↑
14	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	0.773	13.52%	19.27%	5.75%	↑
15	BICE MANAGER	BICE	A	0.772	3.09%	2.43%	-0.66%	↓
16	XTRA CASH	CONSORCIO	A	0.748	0.58%	0.44%	-0.14%	↓
17	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	0.727	10.54%	3.77%	-6.76%	↓
18	PATRIMONIAL	BANCHILE	A	0.708	2.28%	1.75%	-0.53%	↓
19	RENTA MAXIMA	BBVA	A	0.702	0.75%	0.35%	-0.39%	↓
20	MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	0.694	8.88%	3.56%	-5.33%	↓
21	MONEDA LIQUIDEZ	CRUZ DEL SUR	A	0.663	0.28%	0.31%	0.03%	↑
22	ZURICH CASH	ZURICH	UNICA	0.560	0.04%	0.08%	0.04%	↑
23	COMPETITIVO	BCI	ALFA	0.556	2.26%	1.67%	-0.59%	↓
24	CELFIN MONEY MARKET	CELFIN CAPITAL	A	0.525	0.71%	0.72%	0.01%	↑
25	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	0.523	0.77%	2.45%	1.67%	↑
26	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	0.521	0.15%	0.68%	0.53%	↑
27	CHECK	SECURITY	A	0.520	1.52%	1.16%	-0.36%	↓
28	EXCELENCIA	BBVA	A	0.506	0.69%	0.12%	-0.58%	↓
29	CLIPPER	SCOTIA	A	0.496	0.48%	0.24%	-0.25%	↓
30	DE RESERVA	SANTANDER ASSET	NORMA	0.495	4.78%	4.57%	-0.21%	↓
31	EFICIENCIA	CORP AGF	A	0.459	0.53%	0.28%	-0.25%	↓
32	FINANCIERO	BANCHILE	A	0.442	2.40%	1.26%	-1.14%	↓
33	ITAU CORPORATE	ITAU	A	0.439	0.67%	0.61%	-0.06%	↓
34	OVERNIGHT	SANTANDER ASSET	UNICA	0.330	1.34%	2.39%	1.05%	↑
35	DEPOSITO FLEXIBLE	BANCHILE	UNICA	0.316	0.86%	0.24%	-0.62%	↓
36	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	0.301	0.91%	1.83%	0.91%	↑
37	BICE INDEX	BICE	A	0.249	0.52%	0.81%	0.29%	↑
38	DISPONIBLE	BANCHILE	A	0.140	0.80%	0.66%	-0.15%	↓
39	GANANCIA	BBVA	UNICA	0.115	0.32%	0.06%	-0.26%	↓
40	FLEXIBLE	SANTANDER ASSET	UNICA	0.058	0.38%	0.11%	-0.27%	↓
41	ITAU PLUS	ITAU	UNICA	0.032	0.14%	0.11%	-0.03%	↓
42	INCREMENTO	SANTANDER ASSET	UNICA	0.024	0.33%	0.10%	-0.23%	↓
43	RENTAMAS	SANTANDER ASSET	UNICA	0.001	0.25%	0.08%	-0.17%	↓

Fuente: Confección propia utilizando metodología descrita por Celfin Index

Este ranking ordena a los fondos de la categoría por el puntaje alcanzado según el indicador de desempeño (en tabla Nº 14A en anexos se pueden observar niveles de rentabilidad y puntajes de cada fondo en los ratios de desempeño considerados para crear este índice). En verde se remarcan a los 5 fondos con mayor aumento en participación patrimonial, mientras que en rojo, se remarcan los fondos de mayor disminución patrimonial en el mismo período. Mediante las flechas indicadas, es posible describir la dirección que tienen las participaciones patrimoniales desde las mantenidas por cada fondo en el primer semestre de 2005.

Se puede desprender de esta tabla, que existen casos en que si se condice la relación entre desempeño y aumentos de participación patrimonial. Tal es el caso de los fondos "CORPORATIVO" de Banco Estado y "TESORERÍA" Santander Asset.

Dichos fondos están catalogados en el lugar 3 y 4 del ranking creado pues su desempeño fue consistentemente mejor que el alcanzado por otros fondos de la categoría dentro del mismo período de análisis. Estos fondos crecieron significativamente su nivel de participación pasando de tener 0,54% y 5,26% respectivamente a comienzos de 2005, a tener en promedio un 4,04% y 8,83% de participación patrimonial de la categoría a fines de 2007. El fondo "CORPORATIVO" de BancoEstado, logró posicionarse como el 6to mayor fondo (siendo que en 2005 ocupaba el lugar 28 en tamaño) y el fondo "TESORERÍA" de Santander Asset llegó a ser en 2007, el 3er mayor fondo de la categoría. Se podría inferir que debido a su buen desempeño, pudieron obtener mayores flujos y así ganar mayor proporción de las inversiones de la categoría.

También se observa, que los 6 fondos catalogados por el índice de desempeño como los de peor *performance* (fondos "DISPONIBLE" de Banchile, "FLEXIBLE", "INCREMENTO" Y "RENTAMAS" de Santander Asset, "ITAU PLUS" del Banco Itaú y "GANANCIA" de BBVA) muestran un escaso nivel de participación patrimonial conjunto. Durante el primer semestre de 2005, estos fondos mostraron niveles de participación en la categoría que sumaban tan sólo un 2,22%. Hacia el 2do semestre de 2007, vieron disminuir su nivel de participación hasta un 1,10% solamente. Que 6 de los peores fondos evaluados por el índice de desempeño mantengan niveles de inversión bajos y que la tendencia sea a que este nivel de inversiones vaya en disminución, es un indicio de que los inversionistas si redirigen sus flujos hacia otros fondos que pueden ser mejores dentro de la categoría.

Sin embargo, también hay casos en donde no se presenta una relación concurrente entre el desempeño alcanzado y los niveles de participación patrimonial mantenidos. Por ejemplo, los 2 mejores fondos según el índice de desempeño: "ITAU SELECCIÓN" del Banco Itaú Y "OPORTUNIDAD" de Corp AGF, muestran niveles de participación promedio de 2,55% y 1,40% respectivamente en el segundo semestre de 2007. Esto es un nivel de participación bajo si se toma en cuenta que están al tope del ranking de *performance*. Estos fondos incluso llegaron a perder participación patrimonial (en -0,15% y -1,48% respectivamente) respecto al nivel de participación que mantenían durante el primer semestre del año 2005¹².

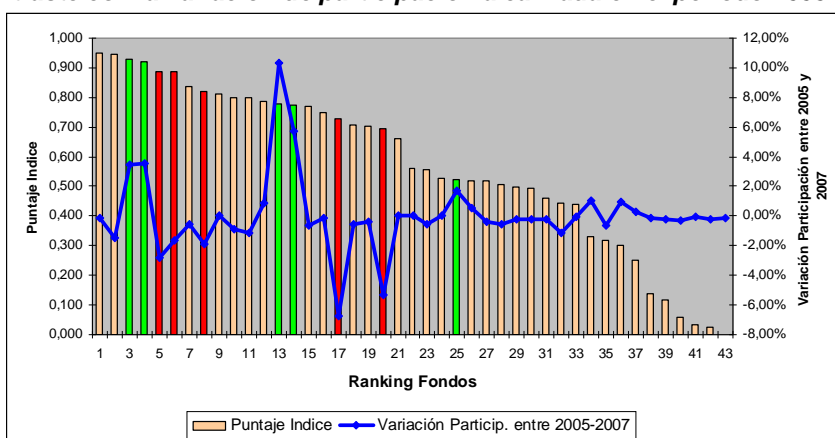
No deja de ser extraño este último hecho, considerando que los fondos que mantienen el mayor porcentaje de las inversiones de la categoría están en el lugar 13 y 14 del ranking de desempeño. Los fondos "EXTRAVALOR" de Santander Asset y "LIQUIDEZ 2000" de Banchile son los fondos que mayor porcentaje patrimonial mantienen a diciembre de 2007, llegando a ser también 2 de los fondos que más aumentaron su nivel de participación dentro del período de estudio. Estos fondos, no necesariamente obtienen mejor desempeño que otros fondos más pequeños. Por ejemplo, el fondo "SECURITY PLUS" del Banco Security, obtiene un mejor índice de desempeño que los 2 mencionados anteriormente (ubicándose en el lugar 6 del *ranking*), y sin embargo, éste muestra una de las mayores disminuciones en participación de la categoría cayendo desde 3,28% de participación mantenido en el primer semestre de 2005 a tener solamente un 1,65% de participación en el último semestre de 2007.

¹² Según el índice que entrega LVA, estos mismos fondos están al tope del ranking para la categoría descrita (ver ranking de clasificación según LVA índices en tablas A3 y A4 en anexos). Esto indica que el índice creado muestra consistencia con la única referencia que recibe públicamente el mercado actualmente.

Tampoco se logra explicar con el desempeño, como el fondo “OVERNIGHT” de Santander Asset (ubicado en el lugar 34 del *ranking*), pasó a ser uno de los fondos más grandes de la categoría, aumentando sus flujos en más de 56.600 MM\$, siendo que este fondo se encuentra dentro de los fondos de peor desempeño de la categoría.

Dichos ejemplos, estarían indicando que no todos los fondos siguen un comportamiento “racional”. Si bien hay algunos que cumplen las expectativas y parecen crecer (disminuir) por su mejor (peor) desempeño, otros ven como mal desempeño no afecta negativamente a sus niveles de participación patrimonial. Tampoco se observa, que un buen desempeño sea razón suficiente como para incrementar el nivel de participación de algunos fondos dentro de esta categoría en un período de 36 meses.

Gráfico N° 11: Puntaje Obtenido por los Fondos de Deuda menor a 90 días Nacional y su contraste con la variación de participación alcanzada en el período 2005-2007



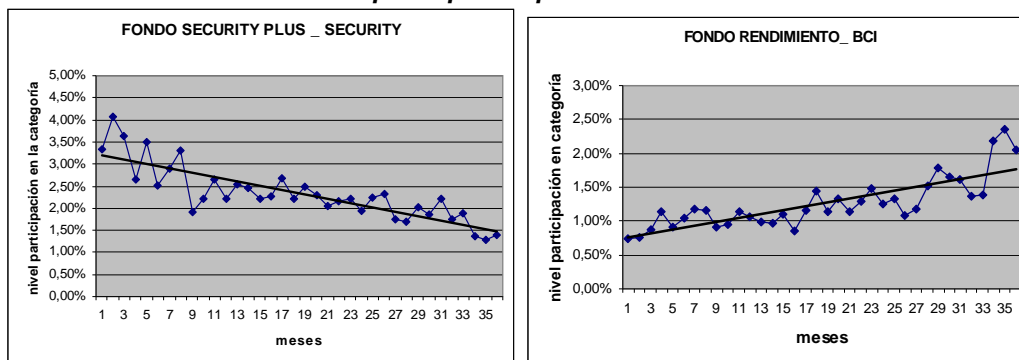
Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de participación observadas y ranking generado

En el gráfico anterior, se puede observar el nivel de variación en participación patrimonial respecto a la posición del ranking en que fue catalogado cada fondo. Dichos fondos están ordenados según su puntaje en el ranking de desempeño. Esta representación permite apreciar en forma más clara que existen fondos con mejor índice de desempeño que ven disminuir su nivel de participación patrimonial, mientras otros fondos catalogados con peor desempeño logran aumentos significativos en su participación patrimonial¹³.

¹³ Los fondos en verde representan la posición que obtuvieron los fondos de mayor aumento en participación, respecto a la que mantenían en 2005. En rojo se detalla la posición de los fondos con mayores disminuciones de participación patrimonial en el mismo período.

Un ejemplo clarificador que demuestra que el desempeño alcanzado no está directamente relacionado con la variación de participación patrimonial que los fondos tienen en su categoría, queda representado por los fondos descritos en los siguientes gráficos:

Gráficos N° 12 y N° 13: Ejemplo de un fondo de buen desempeño y nivel decreciente de participación patrimonial y ejemplo de fondo con mal desempeño que aumenta su nivel de participación patrimonial



Fuente: Elaboración propia en base al patrimonio neto administrado por los fondos en la categoría de deuda menor a 90 días

Estos fondos muestran distintas tendencias en cuanto al nivel de participación que mantienen en la categoría de deuda menor a 90 días. Si bien el fondo graficado a la izquierda (“SECURITY PLUS”) está catalogado como el 6to mejor fondo de la categoría, según el *ranking* de desempeño creado (5to mejor según ranking LVA), este muestra una clara tendencia a la baja en su nivel de participación dentro de la categoría. Dicho fondo, tuvo una variación en sus flujos de aproximadamente -6.256 MM\$ desde 2005 a 2007 disminuyendo su patrimonio en más de 10,1% respecto a su patrimonio neto inicial. Por otro lado, el fondo “RENDIMIENTO” de BCI, está catalogado en el lugar 36 del ranking creado (33 según ranking LVA) y muestra una tendencia de aumento constante en el nivel de participación mantenida en la categoría. Este fondo aumentó sus flujos en más de 45.952 MM\$ aumentando su patrimonio en un 263% desde lo que mantenía en 2005.

Nuevamente se remarca que por casos como estos, no se tiene una relación concurrente entre desempeño y variación de participación patrimonial. Estos casos, hacen pensar que existen otras variables anexas al desempeño que mueven los niveles de participación patrimonial de un fondo dentro de su categoría.

9.2.2 Análisis de la categoría de fondos de deuda de mediano-largo plazo nacional

Dentro de esta categoría, el *ranking* generado para fondos comparables queda representado de la siguiente manera¹⁴:

Tabla Nº 6: Ranking de Desempeño y contraste con el nivel de Participación entre 2005-2007 para fondos nacionales de la categoría deuda mediano-largo plazo

Fondo	administradora	serie	Indice	Nivel Particip 2005-01	Nivel Particip 2007-02	Variación Particip 2005-2007	
1 ESTRATEGICO	BANCHILE	A	0.913	10.69%	11.44%	0.74%	↑
2 BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	0.865	2.36%	1.41%	-0.95%	↓
3 BICE EXTRA	BICE	A	0.829	7.13%	5.22%	-1.92%	↓
4 ACUMULACION	SANTANDER ASSET	NORMA	0.813	1.21%	0.72%	-0.49%	↓
5 GOLD	SECURITY	A	0.812	2.75%	4.87%	2.13%	↑
6 ALIANZA	BANCHILE	A	0.789	1.88%	1.20%	-0.67%	↓
7 HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	0.788	11.01%	8.41%	-2.61%	↓
8 GRAN VALOR	BCI	ALFA	0.775	4.76%	5.98%	1.22%	↑
9 RENTA HIPOTECARIA	LARRAIN VIAL	A	0.746	0.73%	0.85%	0.12%	↑
10 SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	0.735	1.69%	0.12%	-1.57%	↓
11 HORIZONTE	BANCHILE	A	0.718	5.00%	2.85%	-2.15%	↓
12 RENTA FUTURA	BANCHILE	A	0.693	0.21%	3.10%	2.89%	↑
13 MAS FUTURO	CORP AGF	A	0.685	0.40%	0.34%	-0.07%	↓
14 DE PERSONAS	BCI	ALFA	0.660	3.19%	4.87%	1.68%	↑
15 FUTURO	BBVA	A	0.659	2.50%	1.78%	-0.71%	↓
16 AHORRO ESTRATEGICO	LARRAIN VIAL	A	0.659	1.13%	1.19%	0.06%	↑
17 MAS VALOR	CORP AGF	A	0.656	0.12%	0.23%	0.11%	↑
18 COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	0.649	0.01%	1.59%	1.58%	↑
19 PENTA RENTA III	PENTA	C	0.623	0.29%	0.61%	0.32%	↑
20 DEPOSITO XXI	BANCHILE	A	0.620	11.02%	10.48%	-0.53%	↓
21 OPERACIONAL	BANCHILE	A	0.616	0.87%	0.80%	-0.06%	↓
22 INVERSION L.P. UF	BANCHILE	A	0.591	1.96%	1.25%	-0.71%	↓
23 PROGRESION	PRINCIPAL AGF	A	0.576	1.01%	1.18%	0.17%	↑
24 AHORRO CENTRAL	LARRAIN VIAL	A	0.552	0.43%	0.13%	-0.29%	↓
25 OPTIMO	SCOTIA	A	0.551	2.91%	2.08%	-0.83%	↓
26 PENTA RENTA II	PENTA	C	0.547	0.14%	0.86%	0.72%	↑
27 XTRA INCOME	CONSORCIO	A	0.510	0.49%	0.23%	-0.26%	↓
28 RENTA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	0.490	1.42%	2.48%	1.06%	↑
29 MONEDA PREVISION	CRUZ DEL SUR	A	0.485	0.37%	0.25%	-0.13%	↓
30 MEDIANO PLAZO	BANDESARROLLO	UNICA	0.466	0.23%	0.47%	0.24%	↑
31 XTRA DEPOSIT	CONSORCIO	A	0.458	0.07%	0.31%	0.24%	↑
32 BBVA FAMILIA	BBVA	UNICA	0.448	1.13%	0.85%	-0.28%	↓
33 RENTA NOMINAL	CELFIN CAPITAL	A	0.427	0.24%	0.97%	0.73%	↑
34 AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	0.421	1.48%	2.54%	1.06%	↑
35 CONVENIENCIA	BCI	ALFA	0.416	0.27%	3.64%	3.36%	↑
36 PENTA RENTA I	PENTA	C	0.411	0.14%	1.13%	0.99%	↑
37 DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	0.409	3.92%	2.46%	-1.46%	↓
38 RETORNO TOTAL	EUROAMERICA	A	0.385	0.58%	0.24%	-0.34%	↓
39 RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	0.383	2.79%	1.27%	-1.53%	↓
40 INVERSION M.P.	BANCHILE	A	0.374	0.77%	0.53%	-0.24%	↓
41 FIRST	SECURITY	A	0.368	1.36%	3.32%	1.96%	↑
42 AHORRO	BANCHILE	A	0.363	2.90%	1.67%	-1.22%	↓
43 LEADER	SCOTIA	A	0.355	0.21%	0.25%	0.03%	↑
44 BICE BENEFICIO	BICE	A	0.348	0.62%	0.09%	-0.53%	↓
45 ITAU FINANCE	ITAU	A	0.307	1.07%	0.54%	-0.53%	↓
46 INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	0.293	1.89%	0.84%	-1.05%	↓
47 AHORRO A PLAZO	LARRAIN VIAL	A	0.278	2.71%	2.31%	-0.40%	↓
48 ZURICH PATRIMONIO	ZURICH	A	0.184	0.01%	0.05%	0.04%	↑

Fuente: Confección propia utilizando metodología descrita por Celfin Index

Tal como se describe en la categoría anterior, aquí también se pueden observar bastantes relaciones interesantes. Por ejemplo, el fondo "ESTRATÉGICO" de Banchile, es catalogado como el de mejor desempeño en el ranking creado (también es el Nº 1 en el ranking de LVA Índices), y es líder en nivel de participación de la categoría. Este fondo vio incrementado su nivel de participación, llegando a representar a fines de 2007, más de un 11,44% del patrimonio total invertido en fondos de deuda de mediano y largo plazo.

¹⁴ Referirse a tabla Nº 15A en anexos para observar detalle de rentabilidades y ratios de desempeño considerados para creación del índice.

El fondo "GOLD" del Banco Security, *rankeado* en el 5to lugar del índice creado (4to lugar según LVA índices), también es otro ejemplo que estaría indicando que el buen desempeño si tiene un grado de relación con mayores aumentos de participación patrimonial. Este fue el 3er fondo con más crecimiento de participación, aumentando desde un 2,75% mantenido en 2005 a más de 4,87% 2007.

Por otro lado, se observan fondos al final de ranking de desempeño (tales como "BICE BENEFICIO" del Banco Bice, "ITAU FINANCE" del Banco Itaú, "INTERMEDIACION" de Santander Asset y "AHORRO A PLAZO" de Larraín Vial) que ven disminuir su participación patrimonial desde lo mantenido en 2005. En un comienzo, dichos fondos no representaban gran porcentaje de las inversiones totales de la categoría llegando a mantener en conjunto un 6,30%. Sin embargo, estos 4 fondos vieron disminuir sus flujos perdiendo todos más de la mitad de su patrimonio inicial y llegando a representar a fines de 2007, tan sólo un 2,51% de las inversiones totales de la categoría. Nuevamente se observa que estos fondos, vendrían siendo un ejemplo en donde se cumple la racionalidad por parte de los inversionistas, pues se estaría percibiendo el mal desempeño alcanzado dentro del período, trayendo consigo menores proporciones de inversión.

Sin embargo, en esta categoría también se denotan inconsistencias entre el desempeño alcanzado y el nivel de participación mantenido. Por ejemplo, el fondo "BICE EXTRA" del Banco Bice, a pesar de presentar sobresaliente desempeño, llegando a estar *rankeado* en el 3er lugar del índice creado (5to lugar según LVA índices), presenta una variación de -1,92% en su participación patrimonial dentro del período. Dicho fondo vio disminuir su patrimonio neto en más de 73.700 MM\$ entre 2005 y 2007, lo que no es conducente con su desempeño logrado.

En la misma línea, el fondo "SECURITY VALUE" del Banco Security, que también presenta buen desempeño (llegando a estar en el 10mo lugar del *ranking*), fue el 4to fondo que más participación patrimonial perdió dentro del período. Este fondo, mantenía en el primer semestre de 2005, un 1,69% de las inversiones totales de la categoría, y si bien tuvo un buen desempeño respecto a los demás fondos similares, su patrimonio no llegó a representar más que el 0,12% en el segundo semestre de 2007.

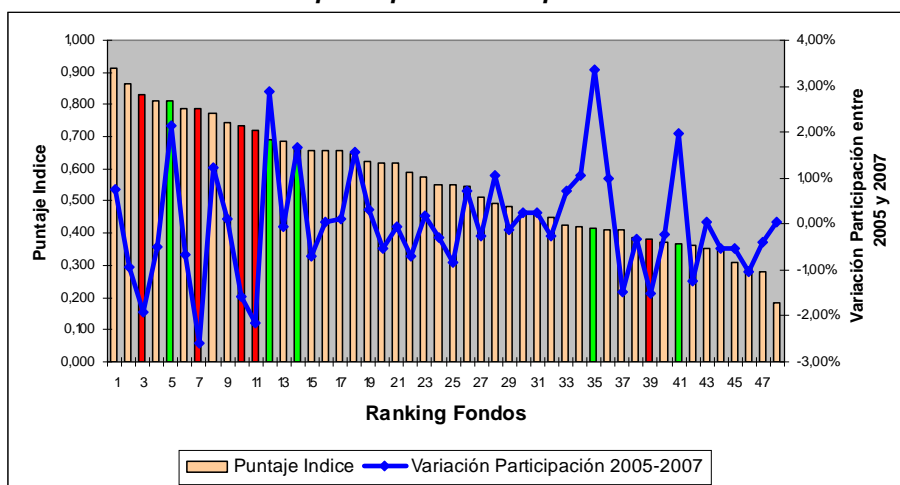
Lo que se pretende recalcar es que existen estos y otros casos de fondos muy bien catalogados por el índice de desempeño (como "BONOS y LETRAS", "ACUMULACION" de Santander Asset en el 2do lugar del *ranking*, o "ALIANZA" de Banchile en el 6to lugar) y que a pesar de esto, ven como su nivel de participación en la categoría disminuye.

Otro ejemplo indicativo de una mala relación desempeño-variación de participación, la describe el fondo "CONVENIENCIA" del BCI, que fue catalogado en el lugar 35 del *ranking* de desempeño (lugar 31 según LVA Índices). Si bien, se debería esperar que este fondo vea caer su nivel de inversiones mantenidas inicialmente por lograr un mal desempeño, se observa todo lo contrario. Este fondo fue el que mayor aumento en participación logró dentro de la categoría en el período analizado llegando a ser el 8vo mayor fondo a fines de 2007.

Similar es lo que ocurre con el fondo "FIRST" de Security, que si bien fue el 4to fondo con mayor aumento de participación patrimonial creciendo un 1,96% en el

período y aumentando sus flujos en más de 20.000 MM\$, el ranking creado lo cataloga como uno de los de peor desempeño en la categoría ubicándolo en el lugar 41 del *ranking*.

Gráfico N° 14: Puntaje Obtenido por los Fondos de Deuda Mediano-Largo Plazo Nacional y su variación de participación en el período 2005-2007



Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de participación observadas y ranking generado

En el gráfico anterior, queda mejor representado el hecho que el desempeño alcanzado no se condice completamente con la variación en participación que tienen los fondos dentro de la categoría. Si bien también existen fondos que cumplen con las expectativas racionales, ¿cómo se explica que un fondo en el lugar 35 del ranking sea el que más aumento en participación tiene, mientras el fondo catalogado en el lugar 3 del índice sea uno de los que mayor disminución de participación presenta? Esta interrogante sugiere que sin duda existen otros factores anexos al desempeño que estarían guiando a fondos como estos a variar sus niveles iniciales de participación patrimonial.

Para ilustrar esto último, las flechas indicativas de la dirección que toman los niveles de participación patrimonial respecto a su proporción original (indicadas en la tabla N° 6), permiten observar que el número de fondos que ven aumentado su nivel de participación patrimonial y que están en la primera mitad del ranking de desempeño, no difiere del número de fondos que están en la parte inferior del ranking y que igualmente ven aumentar sus niveles originales de participación patrimonial. Tanto en la parte superior del ranking, como en la parte inferior del ranking de desempeño, 11 fondos logran aumentos desde su nivel de participación original. Visto en forma inversa, también existe un alto número de fondos que ven disminuir sus niveles originales de participación a pesar de estar en la primera mitad del *ranking* de desempeño.

9.2.3. Análisis de la categoría de fondos accionarios nacionales

En esta última categoría analizada, se logra generar el siguiente ranking de desempeño relativo para los fondos de serie más flexible¹⁵:

Tabla Nº 7: Ranking de Desempeño y Nivel de Participación entre 2005-2007 para la categoría Fondos Accionarios Nacionales

	Fondo	administradora	serie	Indice	Nivel Particip 2005-01	Nivel Particip 2007-02	Variación Particip	
1	CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	0.880	2.59%	7.12%	4.53%	↑
2	ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	0.821	10.31%	4.33%	-5.98%	↓
3	VANGUARDIA	BICE	A	0.763	3.07%	3.63%	0.56%	↑
4	ACCIONES BENEFICIO	LARRAIN VIAL	A	0.762	3.89%	2.39%	-1.50%	↓
5	MONEDA FUNDACION	CRUZ DEL SUR	F	0.724	2.15%	2.82%	0.67%	↑
6	ACCIONES NACIONALES	LARRAIN VIAL	A	0.657	2.60%	1.67%	-0.93%	↓
7	PENTA ACCIONES	PENTA	C	0.648	1.11%	1.14%	0.03%	↑
8	ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	0.642	2.07%	12.32%	10.25%	↑
9	ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	0.573	7.40%	5.59%	-1.81%	↓
10	SECURITY ACCIONES	SECURITY	A	0.501	3.42%	3.27%	-0.16%	↓
11	CAPITALISA-ACC.	BANCHILE	A	0.472	1.76%	1.15%	-0.61%	↓
12	MID CAP	BANCHILE	A	0.442	1.04%	1.79%	0.75%	↑
13	ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	0.431	6.55%	10.25%	3.70%	↑
14	BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	0.416	16.10%	13.27%	-2.83%	↓
15	BBVA ACCIONES NACION	BBVA	A	0.386	1.37%	1.66%	0.29%	↑
16	XTRA EQUITY	CONSORCIO	A	0.371	1.62%	1.92%	0.31%	↑
17	NATIONAL EQUITY	ITAU	A	0.371	1.24%	3.30%	2.06%	↑
18	CAPITALES	PRINCIPAL AGF	A	0.281	1.94%	0.72%	-1.21%	↓
19	SANTANDER-ACCIONES	SANTANDER ASSET	UNICA	0.257	1.05%	0.83%	-0.22%	↓
20	SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	0.231	8.83%	2.16%	-6.67%	↓
21	CORP ACCIONES	CORP AGF	A	0.174	4.73%	2.49%	-2.25%	↓
22	BICE ACCIONES	BICE	A	0.173	6.48%	8.57%	2.10%	↑
23	PATRIMONIO-ACCIONES	SCOTIA	A	0.151	6.85%	7.09%	0.24%	↑
24	VENTAJALOCAL	EUROAMERICA	A	0.139	1.85%	0.51%	-1.34%	↓

Fuente: Confección propia utilizando metodología descrita por Celfin Index

Nuevamente, se presentan ejemplos que indicarían que la relación entre desempeño y nivel de participación patrimonial se cumple para contados casos solamente.

Hay casos como el del fondo “CELFIN ACCIONES CHILENAS” de Celfin Capital, que es catalogado por el índice creado como el de mejor desempeño (también es el fondo Nº1 en ranking entregado por LVA Índices). Se condice su buen desempeño con el hecho que este fondo fue uno de los de mayor aumento en participación patrimonial (pasando desde un 2,59% de participación promedio en el primer semestre de 2005 a tener más de un 7,12% de participación en el segundo semestre de 2007). Se podría inferir que el buen desempeño de este fondo lo llevó a posicionarse como el 5to mayor fondo de la categoría, aumentando en más de 11.700 MM\$ su patrimonio.

Otro ejemplo que va en la misma línea, es del fondo “VENTAJA LOCAL” de EuroAmérica (catalogado en el ranking como el de peor desempeño). También cumpliría las expectativas racionales si se considera que su mal desempeño hizo disminuir su participación desde un 1,85% mantenido en el primer semestre de 2005, hasta tener tan sólo un 0,51% de participación en el segundo semestre de 2007.

Otros fondos al final del ranking de desempeño (como “SANTIAGO ACCIONES 2” de Santander Asset en el lugar 20, y “CORP ACCIONES” de Corp AGF en el lugar 21) también tienen tendencia a reducir su participación por ser catalogados como de

¹⁵ Referirse a tabla Nº 16A en anexos para observar detalle de rentabilidades y ratios de desempeño considerados para creación del índice.

mal desempeño. Si en 2005, estos 2 fondos llegaban a tener en conjunto más del 13,5% del patrimonio administrado por la categoría, hacia el segundo semestre de 2007, no llegaban a representar más del 4,6%. Estos fueron 2 de los fondos que más vieron disminuir su nivel de participación patrimonial dentro del período, y es conducente que estén dentro de los fondos de peor desempeño.

Ahora bien, no todos los fondos cumplen las expectativas de que un mejor desempeño trae consigo mayores aumentos de participación patrimonial. Los ejemplos ya observado en las categorías anteriores, se vuelven a repetir en esta última. Por ejemplo, el fondo "ACCIONES CHILENAS" de Santander Asset, que fue catalogado en el 2do lugar del *ranking*, tuvo un brusco retroceso en cuanto al nivel de participación mantenido en la categoría. Fue el segundo fondo con mayor disminución en participación patrimonial pasando a tener solamente un 4,33% del total de inversiones de la categoría en 2007, siendo que en 2005 mantenía un nivel del 10,31%. Dicho retroceso le significó al fondo perder más de 34.396 MM\$. Si bien, este fondo fue uno de los de mejor consistencia trimestral, siendo uno de los que mayor rentabilidad entregó a los inversionistas en el período comparativamente con los demás fondos estudiados, su nivel de participación fue constantemente a la baja. Explicaciones para esta caída deben estar dadas por razones anexas al desempeño.

Caso contrario ocurre con el fondo "BICE ACCIONES" del Banco Bice (catalogado en el lugar 22 del *ranking*). Dicho fondo presentó un pobre desempeño respecto al resto de la categoría, sin embargo dentro de esos años vio incrementado su nivel de participación en forma constante. Dicho fondo incluso llega a tener en el año 2007, un 8,57% lo que lo hace ser el 4to fondo más grande entre los fondos comparados.

Vargas (2008), quién analizó esta misma categoría, encuentra similares relaciones que no parecen ser racionales, indicando que algunos fondos presentan relación negativa entre flujos y desempeño alcanzado. El porqué ocurre esto puede deberse a un sinnúmero de razones, pero es un hecho que en esta y en las demás categorías estudiadas anteriormente, existen fondos que no tienen concordancia entre desempeño y crecimiento patrimonial.

Se infiere entonces que el grado de relación entre el desempeño medido y las variaciones de participación patrimonial que tienen los fondos desde 2005 a 2007, parece ser bajo.

9.3 Grado de relación entre las variaciones de participación y los indicadores de desempeño

Si efectivamente los fondos fueran redistribuyendo sus inversiones acorde al desempeño alcanzado en un período de 36 meses, se observaría que las mayores rentabilidades netas, la mayor consistencia en alcanzar mayores rentabilidades y el presentar mejores indicadores ajustados por riesgo haría que se tuviera una relación positiva entre las variaciones de participación y el desempeño logrado en el período.

Ahora bien, el grado con que se relacionan dichas variables de desempeño para explicar en conjunto las variaciones de participación que los fondos tienen, se podría cuantificar. Al hacer esto, se estaría estimando el impacto que tiene el desempeño en las variaciones de participación que tienen los fondos en su categoría.

Se plantea el siguiente modelo para rescatar el grado de relación general que siguen las variaciones de participación patrimonial de los fondos:

$$\begin{aligned} Var_particip_{2005-2007} = & C + \beta_1 * (\text{Rent últimos } _12 \text{ meses}) + \beta_2 * (\text{Rent meses } _13 - 24) \\ & + \beta_3 * (\text{Rent meses } _25 - 36) + \beta_4 * (\text{Puntaje_Consistencia_Trimestral}) + \beta_5 * (\text{Alfa_estimado}) \\ & + \beta_6 * (\text{Ratio Sharpe}) + \beta_7 * (\text{Info Ratio}) + \beta_8 * (\text{Track Error}) \end{aligned}$$

Si bien en la práctica, los inversionistas no comparan directamente a los fondos por su “*ratio de Sharpe*”, su “*alfa*” alcanzado, su “*tracking error*” o el “*information ratio*”, estos indicadores en conjunto dan cuenta del desempeño relativo que tienen los fondos y por lo tanto, a priori, no sería ilógico pensar que fondos con mayor “*alfa*” estimado, o mejores índices en su “*ratio de Sharpe*” por ejemplo, sean los que mayores incrementos en participación presenten.

Sin embargo, los resultados que se observan en las categorías analizadas, reflejan lo indicado en el capítulo anterior. Muchos fondos que presentan desempeños no concurrentes con sus variaciones de participación patrimonial estarían haciendo que el grado de relación observado con estas variables sea bajo. En los modelos planteados para las distintas categorías, las variables de desempeño planteadas anteriormente no estarían explicando en más de un 15% o 20% de las variaciones en participación.

En la categoría de deuda menor a 90 días, por ejemplo, el grado de explicación que tienen las variaciones en participación patrimonial de los fondos en relación a sus indicadores de desempeño, es no más que un 15%.

Tabla Nº 8: Output entregado por programa E-Views para la regresión entre variaciones de participación vs. variables de desempeño

Categoría fondos de deuda menor a 90 días nacional

Dependent Variable: VAR_PART_05_07 Categoría deuda 90 días				
Method: Least Squares				
Date: 01/03/09 Time: 11:19				
Sample(adjusted): 1 43				
Included observations: 43 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.41607	36.81887	-1.01622	0.3167
RENT_12_MESES	8.166028	4.332744	1.884724	0.068
RENT_MESES_13_24	0.730751	3.163334	0.231007	0.8187
RENT_MESES_25_36	1.893797	3.917742	0.48339	0.6319
CONS_TRIMESTRAL	-0.362871	0.299298	-1.212408	0.2337
ALFA	-0.360514	0.351089	-1.026847	0.3117
SHARPE_RATIO	-1.781649	1.945205	-0.915918	0.3662
TRACK_ERROR	-12.94964	11.40683	-1.135253	0.2642
INFO_RATIO	0.081627	0.051187	1.59467	0.12
R-squared	0.149635	Mean dependent var		-0.021047
Adjusted R-squared	-0.050451	S.D. dependent var		2.526042
S.E. of regression	2.588979	Akaike info criterion		4.924169
Sum squared resid	227.8955	Schwarz criterion		5.292792
Log likelihood	-96.86963	F-statistic		0.747854
Durbin-Watson stat	2.025069	Prob(F-statistic)		0.649497

Fuente: Elaboración propia en base a datos de rentabilidad y patrimonio entregados por las SVS y ratios creados a partir de metodología indicada por Celfin Index

Se denota en esta categoría, que la rentabilidad de los últimos 12 meses es la única variable significativa (considerando un 95% de confianza), que estaría indicando una relación positiva con las variaciones de participación patrimonial de los fondos. Las demás variables no son significativas para explicar dicha relación y el modelo tampoco presenta significancia global. En todo caso, esto podría estar influenciado por la alta correlación entre las variables independientes utilizadas (ver tabla N° 29A en anexos). Si bien incluir variables co-lineales no es lo adecuado al plantear un modelo lineal, la idea principal de este análisis es observar que a pesar de incluir 8 variables de desempeño que pudieran explicar en algún grado a las variaciones de participación, sigue existiendo un gran porcentaje de error en el modelo que estaría indicando que son otras variables, anexas al desempeño, las que estarían influyendo en mayor medida a que los fondos ganen o pierdan participación patrimonial respecto a los demás.

Dentro de la categoría de deuda de mediano y largo plazo, el grado de explicación que tienen estos indicadores de desempeño sobre las variaciones de participación alcanza solamente un 19,2%. Sin embargo, ninguna de las variables planteadas muestra ser significativa a un nivel de confianza del 95%, y el modelo tampoco presenta una significancia global. Nuevamente, esto podría ser influenciado por la alta correlación de algunas de las variables de desempeño incluidas en el modelo (ver tabla N° 30A), pero igualmente lo interesante es que se infiere que la mayor explicación para que un fondo gane o pierda participación en su categoría, está dada por otras variables anexas al desempeño. El siguiente *output*, refleja lo anteriormente señalado:

Tabla N° 9: Output entregado por programa E-Views para la regresión entre variaciones de participación vs. variables de desempeño

Categoría fondos de deuda mediano y largo plazo nacional				
Dependent Variable: VAR_PART_05_07 Categoría Deuda Mediano-Largo Plazo				
Method: Least Squares				
Date: 11/22/09 Time: 11:36				
Sample(adjusted): 1 48				
Included observations: 48 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.72014	5.931414	-0.458599	0.6491
RENT_12_MESES	0.654661	0.50252	1.302756	0.2003
RENT_MESES_13_24	-0.3023	0.423592	-0.713657	0.4797
RENT_MESES_25_36	0.310954	0.34476	0.901942	0.3726
CONS_TRIMESTRAL	0.001492	0.100045	0.014916	0.9882
ALFA	-0.132393	0.183593	-0.721122	0.4751
SHARPE_RATIO	-0.443022	0.922392	-0.480297	0.6337
TRACK_ERROR	-0.735148	0.745983	-0.985475	0.3305
INFO_RATIO	0.043792	0.0916	0.478075	0.6353
R-squared	0.191799	Mean dependent var		-0.001604
Adjusted R-squared	0.026014	S.D. dependent var		1.214196
S.E. of regression	1.198299	Akaike info criterion		3.367044
Sum squared resid	56.0009	Schwarz criterion		3.717894
Log likelihood	-71.80905	F-statistic		1.156916
Durbin-Watson stat	1.823488	Prob(F-statistic)		0.34912

Fuente: Elaboración propia en base a datos de rentabilidad y patrimonio entregados por las SVS y ratios creados a partir de metodología indicada por Celfin Index.

Este último análisis permite apoyar lo observado en el capítulo anterior, en donde se remarcan varios ejemplos que constataban la existencia de fondos que no presentan concurrencia entre su desempeño logrado y las variaciones de participación que tienen. Dichos casos estarían haciendo que las variaciones de participación que

tienen los fondos de una categoría, no sean explicados en más de un 20% por el desempeño logrado. Existiría entonces cerca de un 80% de las variaciones de participación que serían explicadas por otros factores.

9.4 Nivel de participación patrimonial alcanzado en cada quintil del índice de desempeño

Otro análisis interesante, se puede hacer observando como se comporta el nivel de participación que mantienen conjuntamente los fondos disgregados por quintiles dentro del índice de desempeño.

La idea de esto, es ver si conjuntamente los fondos que uno observa como de mejor desempeño son los que aglomeran mayor porcentaje de la inversión en la categoría y si las redistribuciones de inversión dentro de un período de 36 meses, son conducentes con la categorización de desempeño que se tiene.

Los fondos de deuda menor a 90 días presentan lo siguiente:

Tabla Nº 10: Descripción de flujos, participación y variaciones de participación para fondos desglosados por quintiles en el índice de desempeño creado

Categoría de fondos de deuda menor a 90 días nacionales

CATEGORÍA DEUDA DURACION MENOR 90 DIAS - FONDOS NACIONALES				
	Flujo de inversiones en Millones de \$ (Entre 2005 y 2007)	Variación de Participación Conjunta Fondos (2005-2007)	Particip Conjunta primeros 6 meses 2005	Particip Conjunta últimos 6 meses 2007
QUINTIL 1	408,815.15	-1.40%	29.66%	28.26%
QUINTIL 2	853,656.22	6.91%	40.46%	47.37%
QUINTIL 3	82,571.02	-4.39%	15.36%	10.97%
QUINTIL 4	153,169.69	-2.06%	11.76%	9.70%
QUINTIL 5	13,607.36	0.09%	3.66%	3.75%
Categoría Completa	1,511,819.44			

Fuente: Elaboración propia en base a ranking de desempeño creado y patrimonio neto estimado

En esta categoría, se observa que el mayor porcentaje de las inversiones, se concentra dentro del 40% de los fondos catalogados con mejor desempeño y estos mismos son los que mayores flujos captan dentro del período estudiado. Por contraparte se observa que los fondos del último quintil en el índice de desempeño, aglomeran escaso nivel de participación patrimonial (tanto en 2005 como en 2007) captando menor proporción de los flujos ingresados a la categoría completa.

Si bien esto último se da a nivel general, la escasa relación que ya se observó entre el desempeño y las variaciones de participación que los fondos mantienen, también se denota en la tabla anterior. No necesariamente los mayores flujos que ingresan a esta categoría, los captan los fondos mejor catalogados por el índice y así por ejemplo, los fondos del 4to quintil captan mayores inversiones que los fondos catalogados en el 3er quintil y los fondos del 2do quintil captan mayores flujos que los fondos del 1er quintil.

Si se observan las variaciones de participación patrimonial que tuvieron los fondos de cada uno de los quintiles, se denota un aumento considerable de participación patrimonial entre los fondos del 2do quintil. Cabe notar eso sí, que los fondos del

2do quintil son los que más patrimonio aglomeran y mayor aumento de participación tienen, pues incluyen a 2 de los fondos más grandes y que coincidentemente tuvieron mayores aumentos de participación (“EXTRAVALOR” de Santander Asset y “LIQUIDEZ 2000” de Banchile).

Por otro lado, se observa que los fondos del último quintil mantuvieron su nivel de participación en 2007 respecto a 2005, pero cabe notar que si no fuera por algunos fondos (tales como “RENDIMIENTO” de BCI y “BICE INDEX” del Banco Bice) que vieron aumentar su nivel de participación patrimonial a pesar de obtener un deplorable desempeño respecto a su categoría, los fondos de peor desempeño claramente hubiesen disminuido su nivel de participación hasta niveles ínfimos.

De esto último, se puede inferir que si bien existen ciertos fondos que escapan a lo que uno esperaría, no se descarta que la tendencia en general y a más largo plazo si sea acorde a lo que plantean las expectativas racionales. Ahora bien, es un hecho que las redistribuciones de inversión dentro del período de 3 años estudiados, no deja ver una tendencia clara de que los fondos de mejor desempeño alcanzado sean los que estén captando mayor participación que la mantenida originalmente, pero es muy posible que en horizontes de más largo plazo y manteniendo desempeños persistentemente superiores, si se tengan relaciones concurrentes entre desempeño y variaciones de participación patrimonial.

El mismo análisis se realizó en la categoría de fondos de deuda de mediano-largo plazo nacionales, en donde también se observa que son los fondos *rankeados* entre los 2 primeros quintiles del índice de desempeño se llevan la mayor parte de las inversiones.

Tabla Nº 11: Descripción de flujos, participación y variaciones de participación para fondos desglosados por quintiles en el índice de desempeño creado

Categoría de fondos de deuda mediano y largo plazo nacionales

CATEGORÍA DEUDA MEDIANO-LARGO PLAZO - FONDOS NACIONALES				
	Flujo de inversiones en Millones de \$ (Entre 2005 y 2007)	Variación de Participación Conjunta Fondos (2005-2007)	Particip Conjunta primeros 6 meses 2005	Particip Conjunta últimos 6 meses 2007
QUINTIL 1	-333,228.77	-4.00%	44.22%	40.22%
QUINTIL 2	-107,566.10	3.17%	23.87%	27.04%
QUINTIL 3	-64,924.54	-0.09%	9.83%	9.74%
QUINTIL 4	-23,383.56	2.78%	10.62%	13.40%
QUINTIL 5	-98,634.85	-1.94%	11.54%	9.60%
Categoría Completa	-627,737.81			

Fuente: Elaboración propia en base a ranking de desempeño creado y patrimonio neto estimado

Sin embargo, y tal como se indicó en un comienzo, la categoría de fondos de deuda de mediano y largo plazo, presenta en 2007 menor patrimonio administrado que en 2005. Si bien lo anteriormente indicado hizo que la categoría completa presentara flujos negativos en el período mencionado, no necesariamente los mayores retiros vienen desde los fondos de peor desempeño alcanzado. De hecho, los mayores retiros presentados se observan desde los fondos de mejor desempeño en la categoría. Esto hizo que el quintil de fondos de mejor desempeño logrado, en lugar de seguir aumentando su nivel de participación patrimonial mantenido en 2005, viera decrecer su participación en un 4%.

Por otro lado, los fondos de los últimos 2 quintiles del índice de desempeño no parecen tener tan bajos niveles de inversión. De hecho el 4to quintil muestra un aumento en el nivel de participación de 2,78% desde el año 2005, llegando a tener en el 2do semestre del año 2007, un promedio de 13,40% del patrimonio administrado en la categoría. Eso sí, esta distorsión se explica principalmente porque algunos fondos (como por ejemplo "AHORRO CAPITAL" de Larrain Vial, "CONVENIENCIA" del BCI o "RENTA NOMINAL" de Celfin Capital), presentan aumentos significativos en su nivel de inversión a pesar de lograr magro desempeño respecto a otros fondos comparables de su categoría.

Algo similar ocurre para los fondos del 5to quintil, en donde se denota una leve disminución en la proporción de inversiones respecto al 1er semestre de 2005. Sin embargo, existen fondos (como por ejemplo "FIRST" del Banco Security), que a pesar de aumentar su nivel de participación patrimonial, caen dentro del 20% de fondos de peor desempeño, y desvirtúan cualquier relación entre desempeño y variación de participación patrimonial. Si este caso particular se saca del análisis, los fondos de este último quintil verían disminuir su nivel de participación en -5,43%, en lugar de presentar una disminución del -1,94% como se ve representado en la tabla anterior.

Al igual que en la categoría anterior, se observa que las variaciones de participación alcanzadas dentro del período de análisis, no son clarificadoras para indicar si efectivamente los flujos se están destinando en mayor medida hacia los fondos de mejor desempeño o no. Esto porque, por un lado, se denotan cambios negativos en el nivel de inversión de los fondos de mejor desempeño, y por otro lado, se observan aumentos de participación en fondos de mediocre desempeño como los del 4to quintil.

Sin embargo, en esta categoría, tampoco se descarta que se tenga una relación concurrente entre desempeño y las variaciones de participación de los fondos en el largo plazo. No hay razones que permitan asumir que esta misma clasificación de desempeño se lograría en horizontes de evaluación de más largo plazo, pero si se asumiera, lo que se observa es que efectivamente existen mayores porcentajes de inversión en fondos de mejor desempeño y menores niveles de inversión en fondos de peor desempeño (a nivel agregado y aislando ciertos casos particulares). ¿Cómo se llegó a tener esta distribución de inversiones en el pasado? Es posible que si se toman horizontes más largos para la evaluación de desempeño y las variaciones de participación patrimonial en 10 años por ejemplo, si se denota una tendencia más clara que indique que fondos de mejor desempeño son los que ganan mayor participación, pues en algún punto tienen que haber crecido para llegar a ser los fondos más grandes de la categoría.

En los fondos accionarios nacionales la relación es bastante más pareja en cuanto a proporción de la inversión respecto al nivel de desempeño que alcanzan en el ranking. Se piensa que esto puede deberse a que una categorización de desempeño en una categoría con altas volatilidades en los retornos, puede variar de un período a otro con gran facilidad y por lo tanto un fondo que dentro de 36 meses es considerado como de mal desempeño, en el siguiente período puede ser uno de los mejores en cuanto a desempeño alcanzado.

Tabla Nº 12: Descripción de flujos, participación y variaciones de participación para fondos desglosados por quintiles en el índice de desempeño creado

Categoría de fondos accionarios nacionales

CATEGORÍA ACCIONARIO - FONDOS NACIONALES				
	Flujo de inversiones en Millones de \$ (Entre 2005 y 2007)	Variación de Participación Conjunta Fondos (2005-2007)	Particip Conjunta primeros 6 meses 2005	Particip Conjunta últimos 6 meses 2007
QUINTIL 1	-35,962.55	-1.72%	22.01%	20.29%
QUINTIL 2	3,312.31	7.39%	16.60%	23.99%
QUINTIL 3	-31,719.30	1.32%	26.81%	28.13%
QUINTIL 4	-38,587.55	-5.73%	14.67%	8.94%
QUINTIL 5	-31,578.91	-1.25%	19.91%	18.66%
Categoría Completa	-134,535.99			

Fuente: Elaboración propia en base a ranking de desempeño creado y patrimonio neto estimado

Sin embargo, al enfocarse netamente en el período analizado, las redistribuciones de inversión no necesariamente son concurrentes con el desempeño alcanzado.

Lo que sí se denota, es que a nivel agregado, los fondos de peor desempeño ven disminuir sus niveles de participación iniciales. Esto daría cuenta de que un mal desempeño si estaría siendo percibido por los inversionistas con mayor facilidad.

A modo de discusión general, se puede indicar que:

- Una posible explicación para no observar una relación directa entre el nivel de desempeño alcanzado por los fondos, y las variaciones en participación patrimonial que tienen dentro de 36 meses, es que si bien el índice que se tomó en cuenta logra representar un *ranking* que gradúa consistencia en el desempeño para un período de 3 años, este ranking no necesariamente será idéntico en un horizonte de tiempo distinto. Con esto, pueden existir fondos que están alcanzando mejor desempeño en horizontes más cortos. Puede darse el caso, que dentro de estos “lapsos” en donde los inversionistas observan mejor desempeño en algún fondo, estén decidiendo invertir, manteniendo su inversión en el mismo fondo por un tiempo considerable, a pesar de que en un horizonte de 36 meses se vea a su fondo como uno de mal desempeño respecto a la categoría. Lo mismo puede estar ocurriendo para las desinversiones (o *outflows*). Puede ocurrir que un fondo que presente un desempeño bajo a lo esperado en un mes, esté haciendo que gran cantidad de los flujos salgan de dicho fondo, no pudiendo recuperar la confianza en los inversionistas para alcanzar los mismos niveles de participación mantenidos inicialmente. Ivkovich y Weisbenner (2008), destacan que los “*inflows*” y “*outflows*” en los fondos mutuos estadounidenses son sensibles a la *performance* pero en formas distintas. Se hace mención de que los “*inflows*” están relacionados con el desempeño “relativo” entre fondos de una misma categoría, mientras los “*outflows*” están más relacionados con el desempeño “absoluto” de cada fondo¹⁶.

- En la misma línea que lo anterior, estudios como los de Kahneman y Tversky (1979) y Sherfrin y Statman (1985) indican que puede existir una relación positiva entre los “*outflows*” y el desempeño alcanzado por los fondos explicado por el factor

¹⁶ El desempeño “absoluto” se refiere al desempeño observado solamente en el fondo en que un inversionista mantiene su inversión. Los “*outflows*” según indican Ivkovich y Weisbenner, se relacionan entonces con las variaciones de desempeño que un mismo fondo pudiera tener en el tiempo.

sicológico que hace que los inversionistas tengan propensión a hacer efectivas las ganancias y aversión a asumir la pérdida. En las categorías de mayor riesgo, esto podría estar explicando en parte, porque los fondos de buen desempeño pueden perder participación patrimonial (guiándose por participes que hacen retiros significativos concretando ganancias), como también explicaría porque algunos fondos con desempeño persistentemente bajo no desaparecen del mercado (guiados por participes que mantienen inversiones para no asumir las pérdidas).

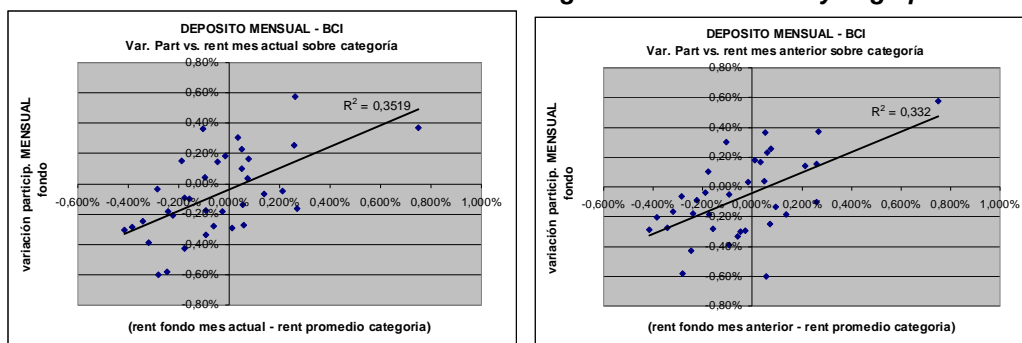
- Otra posible explicación para el fenómeno anteriormente descrito, puede ser el hecho que de acuerdo a la evidencia empírica, las rentabilidades agregadas presentan reversión a la media (Fama y French (1988)). Esto se refiere a la tendencia de los procesos estocásticos de permanecer cerca o tender a devolverse a la media. Según esto, los inversionistas al intentar ser racionales, podrían estar dirigiendo sus flujos hacia fondos con peor *performance*, esperando su repunte hacia la media. Si bien en la literatura financiera se encuentran estudios que encuentran evidencia que puede existir persistencia de desempeño sobre períodos cortos de tiempo de entre 1 a 3 años [Hendricks et al. (1993), Goetzmann e Ibotsson (1994), Brown y Goetzmann (1995), Wermers (1996)], por otro lado Jensen (1967), encuentra evidencia que un buen desempeño alcanzado en el pasado, no necesariamente es persistente en un horizonte considerable de tiempo. Luego, lo que podría estar ocurriendo en la industria de fondos mutuos nacionales, es que los inversionistas estén siendo racionales con sus inversiones en el largo plazo, tomando en cuenta de que no importaría en que fondo invierten, si a la larga, no deberían existir fondos con mejor desempeño que otros dentro de una misma categoría.

9.5 Análisis por fondo y la relación entre la rentabilidad alcanzada y las variaciones de participación patrimonial

Un análisis más detallado es el que se puede realizar, analizando si cada fondo gana o pierde participación dentro de la categoría en forma mensual, cada vez que obtiene rentabilidades netas sobre o bajo el promedio de rentabilidad alcanzado por la categoría.

Lo que se observa es que existen ciertos fondos que si obtienen una relación positiva entre la variación de participación patrimonial que tienen mensualmente y la rentabilidad sobre el promedio de la categoría que alcanzan, pero también existen casos que presentan nula relación entre las rentabilidades alcanzadas y sus variaciones de participación mensuales.

Gráficos N° 16 y N° 17: Relación entre variaciones de participación mensuales y rentabilidad neta alcanzada por sobre el promedio de la categoría en el mes t y en el mes t-1 para el fondo DEPOSITO MENSUAL del BCI en la categoría deuda mediano y largo plazo



Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de participación mensual observadas y rentabilidades netas entregadas por la SVS

Tal como se observa en el ejemplo anterior, el comportamiento del fondo “DEPOSITO MENSUAL” del BCI, muestra que la mayoría de las veces que éste obtuvo una rentabilidad neta mayor al promedio obtenido por la categoría, también presentó aumentos en su participación y cuando este fondo rentó bajo el promedio obtenido por la categoría, éste disminuyó su nivel de participación patrimonial. Por ejemplo, en el mes de Octubre de 2005, la categoría de deuda de mediano y largo plazo tuvo una magra rentabilidad promedio de -1,33%, mientras que este fondo tan sólo vio caer su rentabilidad en -0,59%. Este nivel de rentabilidad alcanzado fue el 9mo mejor de la categoría en dicho mes, lo le permitió al fondo aumentar su nivel de participación en 0,37% respecto al mantenido en el mes anterior. Caso contrario ocurrió con este mismo fondo en el mes de Abril de 2005 cuando el fondo rentó tan sólo un 0,26% mientras que la categoría alcanzó rentabilidades promedio de 0,51%. Esto provocó una disminución significativa en la participación patrimonial (-0,58%) respecto al mes anterior.

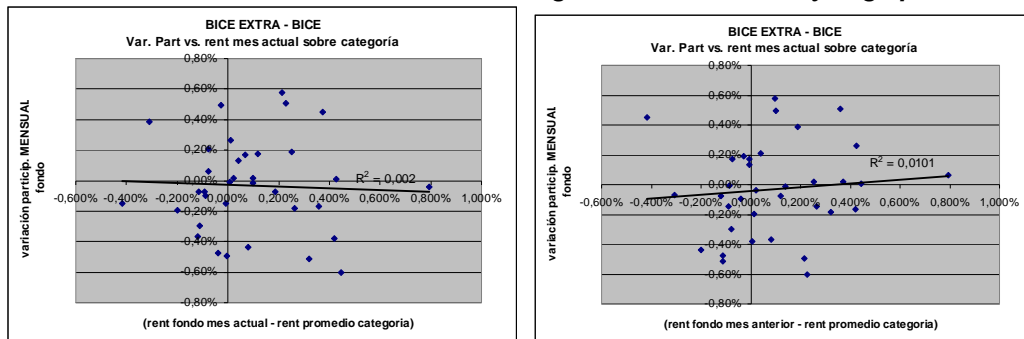
También se realizó el análisis considerando la rentabilidad sobre el promedio de la categoría del mes anterior. Es decir, se verifica si el fondo gana (pierde) participación en el mes i, siendo que en el mes i-1 obtuvo rentabilidades superiores (inferiores) al promedio de la categoría. Dicha relación igualmente tiene una correlación positiva para el fondo mencionado anteriormente.

Sin embargo, algunos fondos en las categorías analizadas no se comportan como lo hace el fondo anterior. Si bien, el fondo descrito anteriormente no tiene un grado de ajuste muy alto ($R^2 = 0,35$) entre las variaciones de participación que logra mensualmente y sus rentabilidades alcanzadas por sobre la categoría, existen otros fondos que tienen casi nula relación entre lo que ganan en participación y la rentabilidad que alcanzan.

Se destacan 2 casos particulares (que ya fueron referenciados en la tabla N°6) para ilustrar la baja relación entre desempeño alcanzado y las variaciones de participación que presentan algunos fondos. Uno de los casos es el del fondo “BICE EXTRA” del Banco Bice. Dicho fondo presenta un sobresaliente desempeño dentro de la categoría de deuda de mediano y largo plazo, para los 36 meses estudiados. Sin embargo, este fondo fue uno de los que más disminuyó su nivel de participación patrimonial en la categoría (pasando del 7,13% en 2005 a un 5,22% en 2007 y perdiendo más de 73.700 MM\$ de patrimonio). Lo que se observa en este fondo es que si bien la mayoría de las veces obtuvo rentabilidades mensuales por sobre el

promedio de la categoría, sus variaciones de participación no se condicen con este hecho.

Gráficos N° 18 y N° 19: Relación entre variaciones de participación mensuales y rentabilidad neta alcanzada por sobre el promedio de la categoría en el mes t y en el mes t-1 para el fondo BICE EXTRA del Banco Bice en la categoría deuda mediano y largo plazo

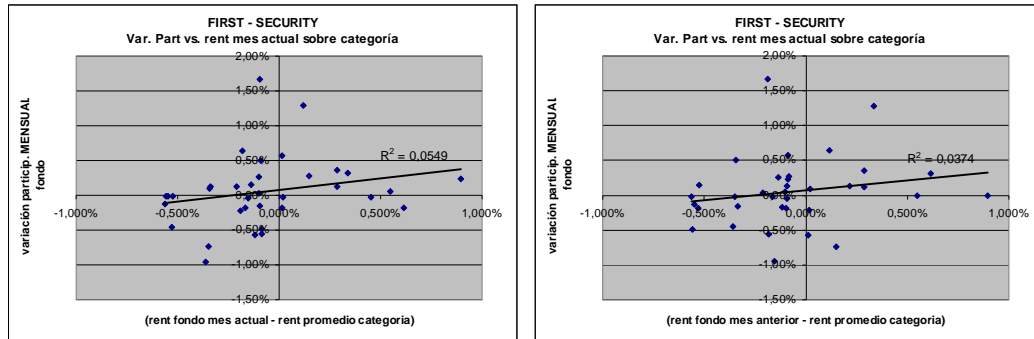


Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de participación mensual observadas y rentabilidades netas entregadas por la SVS

En los gráficos anteriores se denota que el fondo “BICE EXTRA” presentó tanto aumentos, como disminuciones de participación patrimonial mensual cuando rentó por sobre la categoría. Existen meses en donde el fondo logra, por ejemplo, hasta un 0,4% de rentabilidad más que la categoría completa y aún así ve disminuir su nivel de participación patrimonial. Dicho fondo también presenta inconsistencias entre el nivel de rentabilidad acumulado en 3 meses y sus variaciones de participación. Por ejemplo, en el primer trimestre del 2006, este fondo se encontraba dentro del primer cuartil en cuanto a rentabilidad acumulada, y así todo, vio disminuir su participación desde enero a febrero de ese año en -0,3% y de febrero a marzo en -0,48%. Este ejemplo es clarificador para apoyar el hecho de que a pesar de que fue un fondo de desempeño sobresaliente, el nivel de participación patrimonial que mantiene varía sin relación con el desempeño alcanzado. Seguramente son otros los factores, anexos al desempeño, los que estarían haciendo que existan proporcionalmente menores flujos hacia este fondo.

Otro ejemplo que muestra algo similar a lo planteado anteriormente, es el fondo “FIRST” del Banco Security. Dicho fondo, según el índice creado presenta un desempeño permanentemente inferior al alcanzado por los demás fondos de su categoría. Sin embargo, este fondo aumentó su nivel de participación desde 2005 a 2007 (pasando desde un 1,36% a un 3,32% en participación y aumentando sus flujos en más de 20.000 MM\$).

Gráficos Nº 20 y Nº 21: Relación entre variaciones de participación mensuales y rentabilidad neta alcanzada por sobre el promedio de la categoría en el mes t y en el mes t-1 para el fondo FIRST del Banco Security, en la categoría deuda mediano y largo plazo



Fuente: Elaboración propia en base a variaciones de participación mensual observadas y rentabilidades netas entregadas por la SVS

Este fondo también presenta bajo nivel de relación entre las variaciones de participación que mantiene y las rentabilidades por sobre el promedio de la categoría. Por ejemplo, en el mes que más gana participación patrimonial (Julio 2006, con un aumento de 1,67% y flujos que hacen aumentar el patrimonio neto en más de 157% respecto al mes anterior), tiene rentabilidad por bajo el promedio de la categoría, siendo también la rentabilidad del mes anterior, inferior al alcanzado por la categoría.

Los ejemplos mencionados anteriormente presentan clara evidencia de que no solamente las rentabilidades netas alcanzadas y/o un desempeño consistente hacen que un fondo gane o pierda participación dentro de una categoría. Los flujos pueden estar redirigiéndose en mayor proporción hacia otros fondos, a pesar de que estos puedan tener rentabilidades mejores que otros en la categoría. Incluso en meses donde un fondo alcanza altas rentabilidades respecto a la categoría, se pueden presentar disminuciones en participación. Esto refuerza la idea que los inversionistas se estarían guiando en mayor medida por otros factores que determinan su inversión o desinversión desde los fondos, o bien no estarían observando directamente un mejor desempeño relativo como para exista una redistribución de inversiones hacia fondos más rentables.

10. Variables anexas al desempeño que podrían estar afectando al nivel de participación patrimonial

10.1 Variables relacionadas con la administradora

Infiriendo previamente cuales podrían ser otras variables relevantes que estarían determinando una mayor proporción de flujos hacia algunos fondos de la categoría, se tendería a pensar que el nombre de la administradora que maneja un fondo puede influir en que se gane participación patrimonial.

Todas las administradoras en el mercado nacional pueden presentar características propias que determinan su prestigio y reconocimiento en administración de fondos, amplitud de oferta, redes de distribución, etc. Dichas características podrían considerarse, a priori, como una gravitante importante dentro del criterio de elección

del inversionista para hacer que los fondos de una determinada administradora crezcan más que los fondos de otras administradoras.

Lo que se intenta analizar en esta parte del estudio, es si los fondos que se observan con los mayores aumentos en participación patrimonial, muestran esa tendencia por el hecho de pertenecer a una administradora general de fondos (AGF) con mayor “peso” en la industria. Se quiere observar si hay disimilitud respecto a las entidades que administran los fondos de mayor disminución en participación, cosa de inferir si es la entidad administrativa y sus características, una de las variables relevantes para que los flujos crezcan o disminuyan en mayor o menor proporción de lo que lo hacen los de la categoría.

Algunas de las variables cuantificables que puede observar directa o indirectamente el inversionista sobre una administradora de fondos serían:

- AGF Bancaria/ No bancaria: Que una administradora sea bancaria implica que puede tener mayores facilidades de inversión por poder acceder fácilmente desde una cuenta corriente, mientras que las AGF no bancarias no presentan este beneficio.
- Gastos Administración y Ventas AGF: El gasto de administración y ventas de la administradora daría cuenta de un mayor esfuerzo publicitario y personal más especializado involucrado en “vender” los fondos. Esto debería atraer mayor proporción de clientes.
- Premios Salmón obtenidos por la AGF: Los premios salmón obtenidos en el pasado por la AGF son un aliciente importante que las administradoras también utilizan para promocionar sus fondos. Que una administradora haya ganado más premios en el pasado podría implicar mayores expectativas de un buen desempeño futuro y podría estar incidiendo en la decisión del inversionista respecto de donde dirigir su inversión.
- Amplitud de oferta de la administradora dentro de la categoría (medido en número de fondos administrados en la categoría): Que una administradora tenga mayor número de fondos dentro de la categoría, podría implicar mayor confianza de parte de los inversionistas respecto al *know-how* que tiene la administradora en gestión de carteras similares.
- Amplitud o tamaño de la AFG (medido como porcentaje de los patrimonios administrados en la industria de fondo mutuos): Este indicador da cuenta del tamaño de cada administradora por la cantidad de inversiones que maneja, en proporción con otras administradoras de fondos. A priori, puede ser una variable relevante que esté determinando mayor proporción de flujos hacia fondos de administradoras de mayor tamaño por la confianza que podría generar en el inversionista.

Los resultados obtenidos muestran que no existe ninguna relación que indique que las entidades que administran los fondos de mayor aumento de participación sean las de mayor “peso” o prestigio de la industria. De hecho, existen administradoras comparativamente más “pequeñas” que también presentan fondos con aumentos tan significativos en el nivel de participación patrimonial como los que presentan las grandes administradoras de la industria.

Por otro lado, una administradora “grande” puede tener fondos con grandes aumentos de participación patrimonial, como también puede tener fondos con grandes disminuciones de tamaño.

Un comparativo entre los fondos que más aumentan su participación patrimonial y los que más disminuyen su participación patrimonial en la categoría de deuda menor a 90 días, se remarca en la tabla N° 13. En esta tabla se ordenan los fondos según su aumento o disminución de participación y se detallan las características de su administradora cosa de observar diferencias en las variables consideradas anteriormente.

Tabla N° 13: Comparación de variables propias de la administradora entre fondos de mayor crecimiento en participación patrimonial y mayor disminución de participación patrimonial entre 2005-2007

Categoría Deuda menor a 90 días nacional

Var Part.	Fondo	AGF	Serie	GAV TRIMESTRAL promedio AGF (\$MM de pesos)	Bancario/N o bancario	Market Share AGF Industria	Share AGF dentro de la categoría	Premios Salmón AGF	Número AGF en Fondos Categoría
10,36%	EXTRAVALOR	SANTANDER ASSET	UNICA	1.496,61	1	17,33%	31,60%	13	8
5,75%	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	4.517,08	1	39,05%	29,46%	24	8
3,57%	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	1.496,61	1	17,33%	31,60%	13	8
3,50%	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	312,12	1	1,93%	4,23%	1	3
1,67%	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	137,72	1	0,76%	2,23%	0	2
1,05%	OVERNIGHT	SANTANDER ASSET	UNICA	1.496,61	1	17,33%	31,60%	13	8
0,91%	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	1.060,46	1	8,25%	11,46%	13	3
0,90%	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	1.575,58	0	3,50%	1,55%	11	1
0,53%	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	664,37	1	2,50%	0,49%	0	1
0,29%	BICE INDEX	BICE	A	1.130,55	1	4,52%	3,57%	4	2
-0,66%	BICE MANAGER	BICE	A	1.130,55	1	4,52%	3,57%	4	2
-0,88%	CASH	BANCHILE	UNICA	4.517,08	1	39,05%	29,46%	24	8
-1,14%	FINANCIERO	BANCHILE	A	4.517,08	1	39,05%	29,46%	24	8
-1,17%	PRIORIDAD	BANDESARROLLO	A	137,72	1	0,76%	2,23%	0	2
-1,48%	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	730,17	1	2,07%	2,48%	6	2
-1,63%	SECURITY PLUS	SECURITY	A	886,72	1	3,16%	3,88%	4	2
-1,91%	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	312,12	1	1,93%	4,23%	1	3
-2,82%	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	1.060,46	1	8,25%	11,46%	13	3
-5,33%	MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	1.496,61	1	17,33%	31,60%	13	8
-6,76%	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	4.517,08	1	39,05%	29,46%	24	8

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos desde FECU de cada administradora, desde la Superintendencia Valores y Seguros (SVS) y Asociación de Fondos Mutuos (AAFMM)

En esta última tabla, puede apreciar que existen administradoras como Banchile o Santander Asset que son líderes en la industria de fondos a nivel nacional teniendo niveles de gasto de administración y ventas trimestrales por más de 4.500 MM\$ y 1.500 MM\$ respectivamente. Estas mismas administran más de un 39% y 17% de las inversiones totales en FF.MM. y obtienen premios salmón durante el período 2005-2007 que ascienden a 24 y 13 respectivamente. Lo interesante es que administradoras más pequeñas como Banco Estado, Bandedesarrollo o Penta que presentan niveles de GAV, *market share* y cantidad de premios muy inferiores a los que obtienen Banchile o Santander Asset, también pueden tener fondos con aumentos en la participación patrimonial similares (por ejemplo “PENTA MONEY MARKET”, “CORPORATIVO BANCOESTADO” o “PROXIMIDAD”).

También se desprende la tabla N° 13, que existen fondos de administradoras “grandes” como Santander Asset, que presentan por un lado los mayores aumentos de participación patrimonial entre 2005 y 2007 (fondos “EXTRAVALOR” con +10,36% y “OVERNIGHT” con +1,05% por ejemplo), como por otro lado fondos con las mayores disminuciones en participación (fondo “MONEY MARKET” por ejemplo con -5,33%). Lo mismo ocurre en otra administradora de gran tamaño como Banchile, que presenta por un lado un fondo como “LIQUIDEZ 2000” con grandes aumentos de participación en el período, como también tiene fondos como

“CORPORATIVO”, “CASH” y “FINANCIERO” que pierden participación patrimonial respecto a lo mantenido en el año 2005.

No solamente algo así ocurre para administradoras “grandes”. La administradora Bice por ejemplo (considerada como “pequeña” por su bajo nivel de gasto administrativo, premios obtenidos y *market share* en la industria), en esta misma categoría, tiene por un lado un fondo como “BICE INDEX” que presenta aumentos desde su participación patrimonial mantenida en 2005, y por otro lado, tiene uno de los fondos que más disminuye su nivel de participación, como el fondo “BICE MANAGER”.

En general, las variaciones de participación patrimonial de las administradoras tienen en conjunto, tampoco estarían mostrando que necesariamente las que tienen un mayor gasto en administración, más premios obtenidos, más oferta de fondos, etc., sean las administradoras hacia las cuales se dirigen proporcionalmente los mayores flujos. En la categoría de deuda menor a 90 días por ejemplo, se observa lo siguiente:

Tabla Nº 14: Variaciones de participación patrimonial por administradora entre 2005-2007
Categoría Deuda menor a 90 días nacional

AGF	Particip. 2005-01	Particip. 2007-02	Variación Particip. 2005-2007
BANCHILE	32,8%	28,4%	-4,33%
BANCOESTADO	3,0%	4,6%	1,59%
BANDESARROLLO	2,3%	2,8%	0,50%
BBVA	1,8%	0,5%	-1,23%
BCI	13,1%	10,6%	-2,50%
BICE	3,6%	3,2%	-0,37%
CELFIN CAPITAL	0,7%	0,7%	0,01%
CONSORCIO	0,6%	0,4%	-0,14%
CORP AGF	3,4%	1,7%	-1,74%
CRUZ DEL SUR	0,3%	0,3%	0,03%
ITAU	2,6%	3,3%	0,66%
LARRAIN VIAL	0,5%	1,4%	0,90%
PENTA	0,1%	0,7%	0,53%
PRINCIPAL AGF	0,1%	0,2%	0,05%
SANTANDER ASSET	27,4%	36,1%	8,76%
SCOTIA	3,0%	2,2%	-0,78%
SECURITY	4,8%	2,8%	-1,99%
ZURICH	0,0%	0,1%	0,04%

Fuente: Elaboración propia a partir de flujos netos obtenidos con datos de la SVS

Se remarcan ejemplos en donde la dirección de inversión es disímil en administradoras “grandes”. Mientras Banchile por ejemplo, presenta una variación de participación de -4,33%, pasando desde un 32,8% a un 28,4% de proporción patrimonial en la categoría, Santander Asset contrariamente, muestra un aumento significativo de sus inversiones en fondos de serie más flexible en esta categoría (+8,76%). Es así como se puede observar que las administradoras, por muy grandes que sean, pueden tener direcciones opuestas en cuanto a como se mueven las proporciones de inversión de sus fondos. Administradoras más “pequeñas” (como BancoEstado por ejemplo), también pueden ver crecer la participación patrimonial de sus fondos en forma significativa.

Algo muy similar a lo planteado anteriormente es lo que se observa en las categorías de deuda de mediano-largo plazo y fondos de acciones naciones (ver tablas anexos Nº 20A, 21A y 22A). La relación que siguen las características cuantificables de las administradoras no se condice con las variaciones de participación que mantienen los fondos que administran y es así como se pueden ver administradoras “pequeñas”

que presentan fondos con los mayores aumentos en el período estudiado, como por otro lado hay administradoras “grandes” que presentan fondos con grandes disminuciones de participación patrimonial.

En otra categoría, como la de deuda de mediano-largo plazo por ejemplo, se observan relaciones similares a las anteriormente descritas:

Tabla Nº 15: Variaciones de participación patrimonial por administradora entre 2005-2007.

Categoría Deuda Mediano-Largo Plazo nacional

AGF	Particip. 2005-01	Particip. 2007-02	Variación Particip. 2005-2007
BANCHILE	34,81%	33,32%	-1,49%
BANCOESTADO	0,01%	1,59%	1,58%
BANDESARROLLO	0,24%	0,47%	0,23%
BBVA	3,55%	2,63%	-0,92%
BCI	12,68%	16,95%	4,27%
BICE	7,65%	5,31%	-2,34%
CELFIN CAPITAL	1,53%	3,46%	1,92%
CONSORCIO	0,58%	0,54%	-0,04%
CORP AGF	0,60%	0,57%	-0,04%
CRUZ DEL SUR	0,35%	0,25%	-0,11%
EUROAMERICA	0,60%	0,24%	-0,36%
ITAU	1,02%	0,54%	-0,47%
LARRAIN VIAL	6,35%	7,03%	0,67%
PENTA	0,48%	2,60%	2,12%
PRINCIPAL AGF	0,95%	1,18%	0,23%
SANTANDER ASSET	19,49%	12,64%	-6,85%
SCOTIA	3,18%	2,33%	-0,85%
SECURITY	5,91%	8,31%	2,40%
ZURICH	0,01%	0,05%	0,04%

Fuente: Elaboración propia a partir de flujos netos obtenidos con datos de la SVS

La administradora BCI, por ejemplo, fue la que mayores aumentos de participación patrimonial presenta por el significativo aumento de inversiones en sus fondos “CONVENIENCIA”, “DE PERSONAS” Y “GRAN VALOR”. A pesar de ya ser una administradora con gran nivel proporción de las inversiones en 2005, el aumento en participación patrimonial de sus fondos hace que pase a Santander Asset en proporción de patrimonio administrado en la categoría. Esta última administradora, a pesar de ser “grande”, ve como sus fondos en esta categoría pierden participación patrimonial hasta alcanzar un 6,85% menos que la participación patrimonial mantenida en 2005 (guiado por disminuciones de inversión en fondos como “RENTABILIDAD”, “HIPER DEPÓSITO” o “BONOS Y LETRAS”).

Esta es una clara referencia de la cual se infiere que la magnitud (o características) que describen a la administradora no son razones suficientes para decir que se tienen proporciones crecientes de inversión en AGF más prestigiosas o más grandes. También hay administradoras pequeñas o de menor prestigio (con bajo nivel de gasto en ventas, pocos premios, escaso número de fondos en la misma categoría) que pueden ver crecer significativamente su proporción de inversiones en un período como el considerado.

10.2 Variables particulares de cada fondo

Como ya se observó, las variables características de la entidad que administra cada fondo parecen no influir en que un fondo gane o pierda participación patrimonial respecto a la mantenida originalmente. Sin embargo, también se puede tomar en cuenta que los fondos tienen características propias que los hacen diferenciarse entre sí. Estas diferencias podrían estar determinando su mayor o menor

crecimiento en la categoría. Las variables que se plantean para estudiar si existen diferencias marcadas entre los fondos que crecen y que disminuyen su nivel de participación original son las que se describen a continuación:

- Tamaño inicial del fondo: El tamaño o patrimonio inicial que maneja un fondo puede incidir en que dentro de un horizonte como el considerado, se tengan mayores o menores facilidades de gestión para captar inversiones y mantener clientes. Esto puede incidir en que a la larga, un fondo pueda crecer en mayor o menor proporción que las inversiones totales de la categoría.
- TAC anual promedio (dentro del período analizado): A pesar de que los inversionistas observan rentabilidades netas (descontadas comisiones), el cobro anual de comisiones puede influir en la decisión de los partícipes para invertir o no invertir, o bien, puede tener influencias sobre los costos de cambio que enfrentan los partícipes. Si realmente se observan fondos más caros dentro de un mismo *pool* de opciones comparables, se debería esperar que las inversiones estuvieran dirigidas hacia los fondos más baratos.
- Aporte por Partícipe: Dentro de una misma categoría y a pesar de analizar los fondos de serie más flexible, se tienen disimilitudes en el nivel de inversión promedio de cada partícipe. Esto porque en los fondos de estas series, muchas veces no hay limitaciones de aportes máximos y es así como en los fondos considerados pueden estar invirtiendo tanto institucionales, como personas naturales (partícipes de “*retail*”). Como en este mercado no se tiene mayor información sobre las proporciones de inversión de empresas, institucionales como AFP o personas naturales que invierten en los distintos fondos, se plantea como una variable que a priori, podría ser relevante para determinar si un fondo crece en mayor proporción que la categoría pues los retiros o inversiones de institucionales más grandes podrían hacer que las variaciones de flujos fueran más volátiles.
- Premios Salmón ganados dentro del período: A priori, se podría pensar que al tener mayores premios, un fondo tendría mayores proporciones de inversión que los mantenidos originalmente por el hecho por el hecho de ver representado su prestigio y “buen desempeño” a través de estos premios.

Las tablas N° 23A, 24A y 25A en anexos, muestran el detalle de patrimonio inicial, aporte por partícipe, premios y comisiones promedio el grupo de fondos de mayor crecimiento patrimonial vs. fondos de mayor disminución patrimonial.

Mediante un test de ANOVA, se realizó un comparativo de medias para verificar si las comisiones cobradas, los aportes promedio por partícipe, los premios ganados dentro del período de estudio o el tamaño inicial que tienen los fondos que más aumentan su participación patrimonial, difieren de los niveles presentados por los fondos que más disminuyen su nivel de participación patrimonial original. (Las tablas N° 26A, 27A y 28A en anexos describen los resultados alcanzados para cada categoría en este test).

Lo que se logra observar, por lo menos en la categoría de deuda menor a 90 días, es que las comisiones cobradas y el tamaño inicial de los fondos si difieren significativamente entre un grupo y otro. Los patrimonios que administraban inicialmente los fondos de mayor crecimiento, eran en conjunto menores que los que presentan los fondos de mayor disminución patrimonial. Esto se ve repetido también en la categoría de deuda de mediano-largo plazo, lo podría estaría indicando que un menor tamaño inicial en algunos fondos puede hacer que se tengan mayores facilidades de crecimiento o mayor dificultad de los fondos más grandes de mantener sus niveles de inversión originales.

En las comisiones cobradas se tiene lo inverso: se tienen diferencias significativas (a un 90% de confianza) que indican que el grupo de fondos con mayores disminuciones en participación tienen menores comisiones. Esto podría estar asociado con el hecho de que en un comienzo eran fondos significativamente más grandes. Lo que puede ocurrir es que la administradora esté apostando a obtener ganancias por volumen y no por precio, cobrando así menores comisiones, pero ganando por el alto número de partícipes que mantienen. Eso sí, no se logra inferir que este sea un factor determinante para guiar a los fondo hacia un mayor crecimiento en participación, puesto que en las categorías de deuda de mediano-largo plazo y fondos accionarios nacionales no se presentan diferencias significativas en las comisiones cobradas de ambos grupos. Como las diferencias de comisiones no son consistentes en todas las categorías, no se puede decir que este esté siendo un factor fundamental para guiar a los fondos hacia un mayor crecimiento patrimonial.

Por otro lado, se denota que los fondos que más ganan participación patrimonial no presentan aportes promedio por partícipe significativamente distintos que las que mantienen los fondos de mayores disminuciones en participación. Con esto es posible decir, que factores como éste, no serían determinantes a la hora de guiar la dirección que toman las variaciones en participación de los fondos. Esto es consistente para todas las categorías analizadas.

Por último, se puede remarcar que los premios salmón obtenidos dentro del período de análisis, tampoco serían un factor para determinar mayores crecimientos o disminuciones en participación. En todas las categorías analizadas, existen fondos que a pesar de ganar premios, ven perder participación patrimonial. No existen mayores diferencias en cuanto a número premios ganados para los grupos de fondos de mayor aumento o mayor disminución de participación. Claro ejemplo de esto, es lo que se observa en la categoría de deuda menor a 90 días, en donde si bien 2 de los fondos de mayor aumento en participación (“CORPORATIVO” de BancoEstado y “MERCADO MONETARIO” de Larraín Vial) obtienen varios premios, también se tiene que 3 de los fondos con mayores disminuciones patrimoniales (“DEPÓSITO EFECTIVO” del BCI, “OPORTUNIDAD” de Corp y “BICE MANAGER” de Bice) también obtienen premios salmón dentro del mismo período.

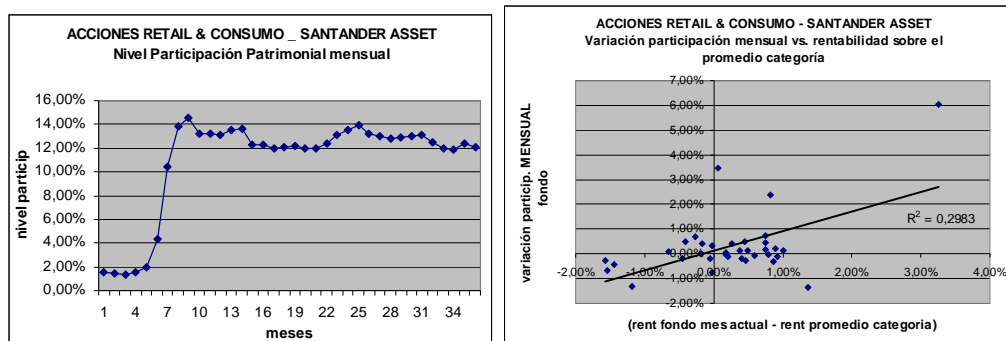
Se concluye de este análisis, que la mayoría de las variables características de cada fondo, no parecen no ser determinantes para guiar a los fondos a aumentar o disminuir su participación patrimonial original. Por lo menor dentro del período estudiado, lo que se logra inferir es que factores anexos al desempeño como menores (mayores) tamaños iniciales serían lo único que podría hacer tener mayores aumentos (disminuciones) en participación.

10.3 Otras variables no cuantificables

Los factores que determinan la dirección de los flujos hacia los fondos mutuos pueden ser múltiples. Sin embargo, existen algunos factores difíciles de medir cuantitativamente y que pueden corresponder a decisiones estratégicas de un fondo en particular o decisiones por parte de los inversionistas que son motivadas por alguna razón circunstancial. Algunos ejemplos notables de variables no cuantificables que afectan claramente al nivel de participación que mantienen los fondos de serie más flexible de una categoría se describen a continuación.

Uno de los fondos que merece ser destacado, es el fondo “RETAIL Y CONSUMO” de Santander Asset.

Gráficos Nº 22 y Nº 23: Nivel de participación mantenido durante los 36 meses estudiados para el fondo ACCIONES RETAIL Y CONSUMO de Santander Asset y la relación entre sus variaciones de participación y rentabilidad neta por sobre el promedio mensual de la categoría

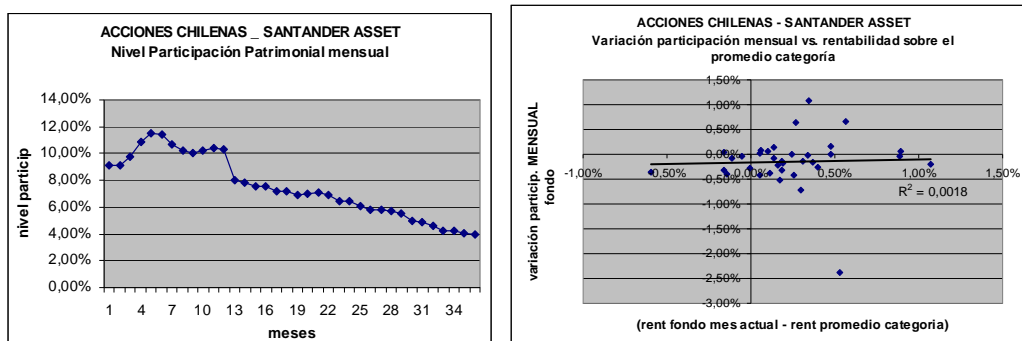


Fuente. Elaboración propia en base a datos aportados por la SVS

Tal como se remarca en el gráfico anterior, este fondo mostró un crecimiento totalmente desproporcionado en su nivel de participación dentro de la categoría de acciones nacionales durante el 2do trimestre de 2005. Qué puede haber provocado este crecimiento desproporcionado respecto al nivel de inversiones que mantenía hasta ese minuto es lo que uno se cuestiona. Una de las posibles causas encontradas, es que dicho fondo hasta Mayo de 2005 tenía como nombre “SANTIAGO ACCIONES”, y el mismo fondo y serie, tuvo un cambio de nombre en Junio de 2005 para llamarse como se conoce hasta hoy. Este cambio de nombre provocó aumentos inmediatos en los flujos haciendo crecer el patrimonio neto del fondo en más de un 850% en tan sólo 3 meses. Los niveles de patrimonio administrado en torno a los 10.000 MM\$ mantenidos en un comienzo (representando aproximadamente un 2% del total de la categoría), pasaron a estar en torno a los 90.000 MM\$, (llegando a representar casi un 13% de las inversiones totales de la categoría). Los participes que estaban en un comienzo en torno a los 1.000, pasaron a ser más de 5.400 a Agosto de 2005. En resumen, dicho fondo pasó a ser “de un momento a otro” uno de los 3 mayores fondos de la categoría (junto con “BANCHILE ACCIONES” Y “ACCIONES PRESENCIA BUSATIL” de BCI). Gran parte de este crecimiento “anormal” se atribuye al cambio de nombre que tuvo y seguramente a un posicionamiento y marketing distinto de parte de la administradora. En la literatura se pueden encontrar estudios como el de Cooper (2005), que hacen referencia a que un fondo puede tener *inflows* anormales hasta un año después de cambiar su nombre, incluso sin presentar un mejoramiento en el desempeño. En este mismo estudio, se menciona que un nuevo nombre puede hacer que los inversionistas se vean irracionalmente influenciados por estos efectos “cosméticos”

Un ejemplo distinto, pero que según lo observado, también estaría determinando variaciones “bruscas” en cuanto al nivel de participación mantenida por un fondo, es el que presenta “ACCIONES CHILENAS” de Santander Asset.

Gráficos N° 24 y N° 25: Nivel de participación mantenido durante los 36 meses estudiados para el fondo ACCIONES CHILENAS de Santander Asset y la relación entre sus variaciones de participación y rentabilidad neta por sobre el promedio mensual de la categoría



Fuente. Elaboración propia en base a datos aportados por la SVS

Dicho fondo, durante todo el año 2005 tenía serie única y mantenía inversiones que llegaban a estar en torno a un 10% del patrimonio total de la categoría. Sin embargo, en Enero de 2006, dicho fondo abrió una serie APV que hizo que muchas de las inversiones mantenidas en la que antes era serie única, se redirigieran hacia esta serie. El hecho fue que se provocó una brusca baja en el nivel de participación de esta serie del fondo desde un 10% a un 8% en tan sólo 1 mes. Si bien, la serie APV presenta mayores castigos por retiros anticipados, también presenta mayores retornos netos, y justamente en una categoría con perfiles de inversión de largo plazo como los son los fondos accionarios, el costo de cambio desde una serie más flexible como la anterior, hacia una APV no sería tan alto. Después de esto, el fondo abrió nuevas series (con aportes mínimos desde 3 MM\$ y otra con aportes mínimos de 25 \$MM para institucionales más grandes). Lo anterior hizo que muchos de los partícipes que anteriormente aportaban distintos niveles de inversión en una misma serie, disgregaran su inversión hacia la serie que más les conviniera, y a la larga, esto provocó que la serie original que se analizó para el fondo “ACCIONES CHILENAS” de Santander Asset, presentara constantes disminuciones en el nivel de participación patrimonial respecto al resto de la categoría. Tal como se puede apreciar en el gráfico N° 25, las variaciones de participación no se condicen con el retorno sobre el promedio de la categoría, infiriéndose de que por este hecho anexo al desempeño, el fondo de la serie analizada fue perdiendo participación patrimonial.

Esta parte del estudio permite mostrar ejemplos de variables anexas al desempeño que si estarían afectando al nivel de participación que mantienen los fondos en su categoría. Si bien estos 2 factores presentados pueden afectar indistintamente a algunos fondos solamente, podrían descubrirse un sinnúmero de otras variables no observables directamente que también estén afectando a los flujos en otros fondos. En este estudio no se pretende encontrar todos los factores que pueden afectar al nivel de participación, pero si dejar en claro que existen ejemplos como los casos planteados que podrían explicar en parte porqué no se está observando una concurrencia alta entre las variaciones de participación patrimonial y el desempeño.

11. Conclusiones

En líneas generales, este estudio pretendió analizar si las proporciones de inversión que un fondo mantenía inicialmente en su categoría se ven incrementadas (disminuidas) por un mejor (peor) desempeño.

En una primera parte, se intenta analizar si existen diferencias sustanciales entre los fondos que más crecen en participación, respecto a los que más disminuyen su nivel de participación mantenida en un comienzo. La evidencia encontrada permite concluir que no necesariamente son los fondos que mayor crecimiento presentan, los que mayores rentabilidades netas entregan a sus inversionistas. Incluso hay casos en que fondos que tienen las mayores disminuciones en su nivel de participación patrimonial, presentan mayores rentabilidades que otros fondos con grandes aumentos en su proporción de inversiones. A su vez, al agrupar por un lado a los 5 fondos de mayor aumento en participación patrimonial (desde 2005 a 2007), y por otro lado a los 5 fondos que mayor disminución en participación tienen dentro del mismo período, se constata que las carteras más eficientes que un inversionista pudiera haber creado invirtiendo en un grupo u otro, no presentan diferencias sustanciales en rentabilidad alcanzada, analizando distintos niveles de riesgo.

En la segunda parte de este estudio, se logra crear un índice de desempeño para los fondos de 3 categorías distintas. Es así, como se genera un *ranking* que permite ordenar a los fondos de mejor a peor desempeño, considerando indicadores descriptivos de su *performance* a lo largo de 36 meses. Al hacer un análisis dentro de este *ranking* para constatar las variaciones de participación que los fondos presentan dentro del período analizado, no se logra apreciar una clara relación entre el desempeño logrado y la redistribución proporcional de las inversiones. Se describen casos muy concretos que permiten constatar la existencia de fondos que a pesar de su bajo desempeño, ven crecer su nivel de participación patrimonial constantemente dentro de un período de 36 meses. Por contraparte, se observan casos de fondos que presentan buen desempeño relativo, que ven disminuir su proporción de inversiones mantenidas en un comienzo.

Los casos mencionados anteriormente, hacen que cualquier análisis conjunto que se haga para explicar las variaciones de participación patrimonial de los fondos en relación a su desempeño, se vean distorsionadas. Al plantear un modelo explicativo para dichas variaciones, utilizando solamente variables de desempeño, se llega a observar un grado de relación muy bajo. Las variables que uno consideraría relevantes para explicar variaciones en participación, no explicarían más de un 20% de las variaciones en participación patrimonial.

En la última parte de este estudio, se intenta relacionar las variaciones de participación patrimonial con variables anexas al desempeño. Se descubre que las variables características que hacen diferenciarse a las distintas administradoras, no son razón suficiente para hacer que un fondo gane o pierda mayor proporción de inversiones. Existen fondos de “grandes administradoras” que presentan fondos con ganancias en participación, así como también estas mismas administradoras presentan fondos con grandes disminuciones en participación patrimonial. También se denotan casos de administradoras más “pequeñas” que pueden tener fondos con grandes aumentos en la proporción de inversiones que se manejan dentro de una categoría.

Otras variables características de cada fondo, tampoco parecen influir mayormente en que se tengan mayores aumentos o disminuciones en participación patrimonial. Planteando un test de ANOVA sobre variables como las comisiones cobradas, el aporte promedio por partícipe o los premios salmón obtenidos por cada fondo dentro del período estudiado, se puede observar que los fondos que más aumentan su participación, no tienen diferencias significativas sobre estas variables, comparando con el grupo de fondos que más disminuyen su participación. La única variable que estaría presentando diferencias entre los fondos que más aumentan y los que más disminuyen su proporción de inversiones, sería el tamaño inicial de los fondos. Se constata que en 2 de las 3 categorías analizadas, el grupo de fondos que más aumentan su proporción de inversiones tienen en un comienzo patrimonios administrados menores a los fondos que más disminuyen su participación y esto podría estar indicando mayores facilidades de gestión para atraer partícipes hacia fondos más pequeños o bien que los fondos más grandes tienen mayores dificultades para manejar sus altos niveles de inversión originales.

Intentando analizar otras variables no cuantificables que pueden afectar a la proporción de inversiones que un fondo mantiene, se descubre que hechos como un cambio de nombre o la apertura de nuevas series, pueden hacer que se tengan grandes variaciones en el nivel de participación patrimonial mantenido inicialmente. El desempeño alcanzado por estos fondos, quedaría entonces relegada a ser una variable secundaria y no sería la causa principal para explicar los cambios en participación patrimonial.

El porqué no se logra observar una relación directa entre el desempeño alcanzado y las variaciones de participación patrimonial que un fondo tiene, puede ser explicado por varias razones. Se infiere que una de las causas más importantes para que esto ocurra, es la escasa información que los inversionistas activos y potenciales, han tenido para tomar decisiones de inversión. El no tener referencias sobre el desempeño relativo alcanzado por los fondos, hace que muchos inversionistas de “*retail*” hayan guiado sus inversiones solamente en base a rentabilidades netas observadas en un corto plazo, por referencias de una administradora específica o simplemente por azar. Si bien los grandes institucionales o empresas pueden estar basando sus decisiones de inversión tomando en cuenta aspectos más técnicos, dentro de las series más flexibles como las analizadas en este estudio, la gran mayoría de los partícipes son personas naturales que han invertido sin analizar en profundidad el mercado.

Este estudio también permite observar, que en forma global, las proporciones de inversión que presentan los fondos de mejor desempeño, si son mayores a las proporciones de fondos de bajo desempeño. Igualmente, hay casos particulares en donde la proporción de inversiones no se condice con el desempeño alcanzado por algunos fondos, y esto puede deberse a que los buenos desempeños no son persistentes en el largo plazo y que solamente se dan de esta manera para un período corto, como los 3 años considerados en el estudio. Ahora bien, asumiendo que el índice de desempeño creado muestra cierta persistencia en un horizonte de largo plazo, si se estarían notando mayores inversiones en fondos de mejor *performance* y menor proporción de inversiones en fondos de peor desempeño. Todo estaría indicando que en el largo plazo, las redistribuciones de inversión si estarían dirigiéndose hacia “mejores fondos”. Lo que no se logra notar en este estudio, es que las redistribuciones sean conducentes con el desempeño logrado en un horizonte de 36 meses. Se cree que esta baja concurrencia entre variaciones de

participación y desempeño, no necesariamente ocurriría al considerar horizontes de más largo plazo (10 años por ejemplo). Sin embargo, debido al aún creciente grado de maduración de la industria y el prematuro enfoque y categorización específica de los fondos mutuos hacia inversionistas de distinto perfil, no es posible plantear el mismo análisis para un horizonte de tiempo más largo. Se infiere que un horizonte de 36 meses, no alcanza para clarificar si son efectivamente los fondos de mejor desempeño, los que mayor incremento en sus niveles de participación presentan. Lo que si queda más claro, es que la gran mayoría de los fondos de mal desempeño, si presentan variaciones negativas en su participación, llegando al final del estudio a presentar proporciones de inversión muy bajas respecto al total de inversiones de su categoría.

Las limitaciones para explicar en mejor medida a las variaciones de participación de los fondos están dadas por lo que se menciona anteriormente. Diversas causas pueden gatillar el crecimiento o decrecimiento patrimonial de un fondo dentro de 3 años y, por lo tanto, surge la necesidad de explorar modelos de eventos y/o encontrar otras variables cuantificables o no cuantificables que no se han podido incluir en este estudio.

Finalmente, se debe mencionar, que este trabajo intenta ser un avance en el estudio del desempeño de los fondos de la industria chilena. El observar la relación que se tiene entre el desempeño logrado por los fondos nacionales, con las proporciones de inversión mantenidas por estos en las distintas categorías, permite verificar que esta industria no va en la misma línea que industrias desarrolladas como las de Europa o Estados Unidos. Esto se debe, principalmente, porque son muchos los factores anexos al desempeño los que estarían afectando a los flujos que tienen los fondos. Se cree que a futuro, cuando la industria presente mayor grado de maduración, se tenga más y mejor información relativa al desempeño y un número significativo de fondos que se mantengan presentes en el mercado por períodos considerables de tiempo, se podrán realizar estudios similares que si permitirán constatar un mayor grado de concurrencia entre las variaciones de participación patrimonial que tienen los fondos en su categoría, y el desempeño alcanzado por éstos.

12. Bibliografía

BROWN, S.J, GOETZMANN W. (1995), "Performance Persistente", *Journal of Finance* , 50, 679-698.

CAPON, N., FITZSIMMONS,G. Y PRINCE, R.A. (1996) "An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision". *Journal of Financial Services Research* 10. pp.59-82.

CARHART, M., CARPENTER, J., LYNCH A., MUSTO D. (2000), "Mutual Fund Survivorship", *Review of Financial Studies* 15, Pp 1439-1463.

COOPER, M.J., GULEN H, RAU, P.R (2005), "Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows", *Journal of Finance* , vol. 60, no. 6, pp. 2825-58.

EDELEN, R., WARNER J. (1999) "Why are Mutual Fund Flow and Market Returns Related? Evidence From High-Frequency Data", University of Pennsylvania, working paper

FAMA, E., FRENCH, K. R. (1988): "Permanent and temporary components of stock prices", *Journal of Political Economy*, Vol. 96,pp. 246-273.

GOETZMANN W., IBBOTSON R. (1994), "Do winners repeat?: Patterns in mutual fund performance", *Journal of Portafolio Managment*, 20, pp 9-18

GREENE, W. (2000) "Econometric analysis", 4th edition, New Jersey: Prentice Hall.

HENDRICKS, D., PATEL J., ZECKHAUSER R. (1993), "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of performance" ,1974-88, *Journal of Finance*, 48, pp. 93-130.

IPPOLITO, R.A., (1992). Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70

IVKOVICH, Z., WEISBENNER S. (2008), "Individual Investor Mutual Fund Flows", *Nacional Bureau of Economic Research, Working paper*

JENSEN, M., (1967), "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23, 389-416.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk", *Econometrita* 47, 263–291.

KRAHNEN J. P., SCHMID F., THEISSEN E. (2006), "Investment Performance and Market Share: A Study of the German Mutual Fund Industry", *Center for Financial Studies, Frankfurt University*

NITZSCHE, D., K. CUTHBERTSON, O`SULLIVAN N. (2006), "Mutual Fund Performance", *Working Paper*

SHEFRIN, H.M., STATMAN, M. (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence". *Journal of Finance* 40, 777–792.

SIRRI, E.R., TUFANO, P. (1998) "Costly Search and Mutual Fund Flows". *Journal of Finance* vol.53: pp.1589–1622.

VARGAS F. (2008), "Estudio de los Premios Salmón y su Impacto sobre el flujo de los Fondos de Renta variable Nacional", Memoria de Ingeniero Civil Industrial, Santiago, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, 68p.

WERMERS, R. (1997), "Momentum Investment Strategies of Mutual Funds, Performance Persistente and Survivorship Bias", University of Colorado, Working paper, University of Colorado.

13. Anexos

Tabla Nº 1A: Número de fondos a Enero 2005 y Diciembre 2007 en 3 categorías de menor inversión según la SVS

	Nº Fondos Ene. 2005	Nº Fondos Dic. 2007
DEUDA DE C/P CON DURACION <= 365 DIAS	12	17
FM ESTRUCTURADO	11	44
FM DIRIGIDO A INVERSIONISTAS CALIFICADOS	1	17

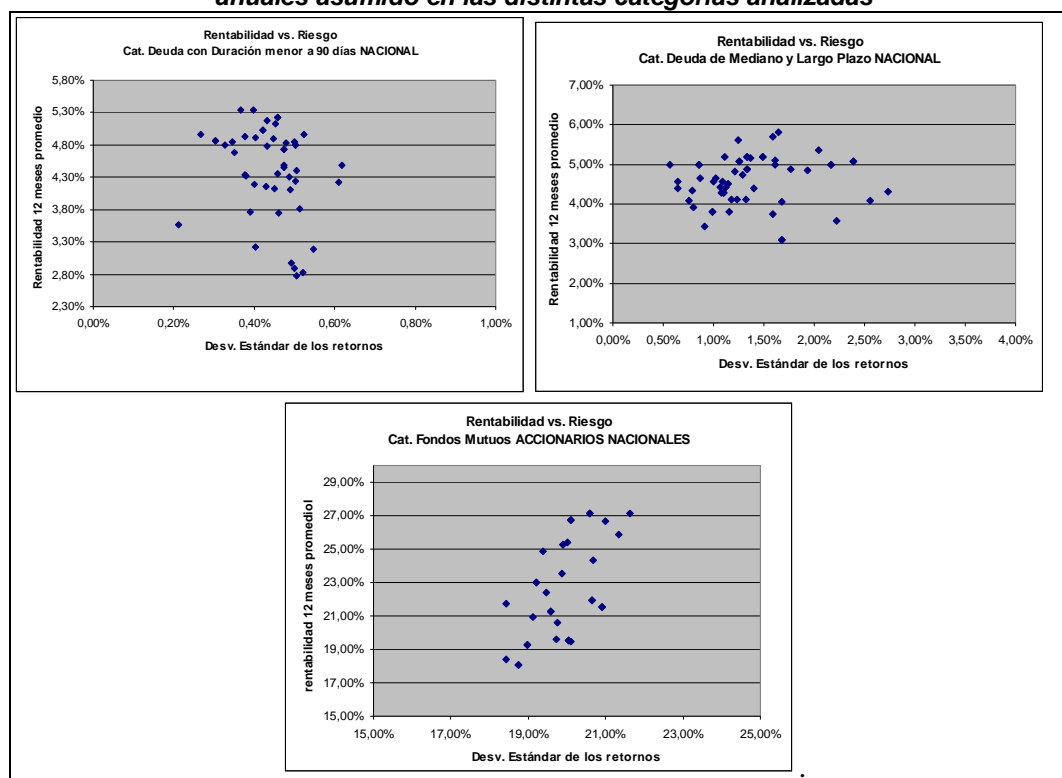
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Tabla Nº 2A: Número de Fondos que permanecen en el mercado para categorías utilizadas dentro del estudio

	Nº Fondos Dic. 2007
DEUDA DE C/P CON DURACION <= 90 DIAS NACIONAL	43
DEUDA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO NACIONAL	48
FONDOS ACCIONARIOS NACIONALES	27

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráficos Nº 1A, 2A y 3A : Rentabilidad promedio de 12 meses vs. desviación de los retornos anuales asumido en las distintas categorías analizadas



Fuente: Elaboración Propia en base a serie de rentabilidades netas mensuales entregadas por la SVS

Tabla N° 3A: Ranking LVA para fondos de deuda menor a 90 días nacionales, considerando todas las series de la categoría

FONDO DE DEUDA MENOR A 90 DÍAS NACIONAL				
SCOTIA	CLIPPER	8049-7	B	*****
CORP CAPITAL	OPORTUNIDAD	8156-6	UNICA	*****
ITAU	ITAU SELEC	8338-0	UNICA	*****
BCI	DEPOSITO EFECTIVO	8057-3	GAMMA	*****
BBVA	EXCELENCIA	8111-6	B	*****
SANTANDER ASSET	TESORERIA	8209-0	UNICA	*****
BCI	DEPOSITO EFECTIVO	8057-3	ALFA	*****
SECURITY	SECURITY PLUS	8253-8	A	*****
BANCOESTADO	CORPORATIVO BANCOEST	8318-6	UNICA	****
BICE	BICE MANAGER	8100-0	I	****
BBVA	RENTA MAXIMA	8117-5	B	****
CELFIN CAPITAL	CELFIN MONEY MARKET	8202-3	I	****
SECURITY	CHECK	8048-9	I	****
PRINCIPAL AGF	VISION	8011-K	100	****
SCOTIA	VALORIZA	8110-8	UNICA	****
BANCHILE	LIQUIDEZ 2000	8115-9	UNICA	****
BANDESARROLLO	PRORIDAD	8255-4	A	****
LARRAIN VIAL	MERCADO MONETARIO	8130-2	A	****
CONSORCIO	XTRA CASH	8177-9	A	****
BBVA	RENTA MAXIMA	8117-5	A	****
BANDESARROLLO	PROXIMIDAD	8187-6	UNICA	****
BANCOESTADO	CONVENIENCIA BANCOES	8320-8	A	***
EUROAMERICA	EUROAMERICA MMARKET	8459-K	S	***
BANCOESTADO	SOLVENTE BANCOESTADO	8319-4	A	***
BANCHILE	CASH	8121-3	UNICA	***
BICE	BICE MANAGER	8100-0	A	***
BANCHILE	CORPORATIVO	8094-2	UNICA	***
BBVA	RENTA MAXIMA	8117-5	E	***
SANTANDER ASSET	MONEY MARKET	8057-8	INVER	***
CORP CAPITAL	EFICIENCIA	8092-6	C	***
SANTANDER ASSET	MONEY MARKET	8057-8	UNIVE	***
CRUZ DEL SUR	LIQUIDEZ	8261-9	A	***
BANCOESTADO	SOLVENTE BANCOESTADO	8319-4	B	***
IM TRUST	IM TRUST LIQUIDEZ	8401-8	B	***
ZURICH	ZURICH CASH	8345-3	UNICA	***
BCI	COMPETITIVO	8107-8	ALFA	***
EUROAMERICA	EUROAMERICA MMARKET	8459-K	A	***
CORP CAPITAL	EFICIENCIA	8092-6	B	***
PENTA	PENTA MONEY MARKET	8311-9	A	***
SECURITY	CHECK	8048-9	A	***
CELFIN CAPITAL	CELFIN MONEY MARKET	8202-3	A	***
SANTANDER ASSET	DE RESERVA	8072-1	APV	***
BBVA	EXCELENCIA	8111-6	A	***
PRINCIPAL AGF	VISION	8011-K	CASH	***
SANTANDER ASSET	DE RESERVA	8072-1	NORMA	***
SCOTIA	CLIPPER	8049-7	A	***
ITAU	ITAU CORPORATE	8234-1	A	***
BANCHILE	FINANCIERO	8026-8	A	***
ITAU	ITAU CORPORATE	8234-1	C	**
BANCOESTADO	SOLVENTE BANCOESTADO	8319-4	C	**
CORP CAPITAL	EFICIENCIA	8092-6	A	**
BANCHILE	PATRIMONIAL	8039-K	A	**
CRUZ DEL SUR	LIQUIDEZ	8261-9	B	**
BANCOESTADO	CONVENIENCIA BANCOES	8320-8	B	**
BANCHILE	DEPOSITO FLEXIBLE	8025-K	UNICA	**
BCI	RENDIMIENTO	8036-5	ALFA	**
CRUZ DEL SUR	LIQUIDEZ	8261-9	C	**
CRUZ DEL SUR	LIQUIDEZ	8261-9	F	**
BICE	BICE INDEX	8063-2	A	**
BANCHILE	DISPONIBLE	8052-7	A	*
PRINCIPAL AGF	VISION	8011-K	J	*
BBVA	GANANCIA	8104-3	UNICA	*
ITAU	ITAU PLUS	8235-K	UNICA	*

Fuente: Ranking LVA publicado en el diario El Mercurio Online

Tabla N° 4A: Ranking LVA para fondos de deuda menor a 90 días nacionales, considerando solamente serie comparable del estudio

Ranking LVA Indices para fondos de serie considerada				
Fondo	administradora	serie	Variación Particip 2005-2007	
1	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	-1.48%
2	ITAU SELEC	ITAU	UNICA	-0.15%
3	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	3.57%
4	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	-2.82%
5	SECURITY PLUS	SECURITY	A	-1.63%
6	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	3.50%
7	VISION	PRINCIPAL AGF	100	0.05%
8	VALORIZA	SCOTIA	UNICA	-0.53%
9	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	5.75%
10	PRORIDAD	BANDESARROLLO	A	-1.17%
11	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	0.90%
12	XTRA CASH	CONSORCIO	A	-0.14%
13	RENTA MAXIMA	BBVA	A	-0.39%
14	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	1.67%
15	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	-1.91%
16	CASH	BANCHILE	UNICA	-0.88%
17	BICE MANAGER	BICE	A	-0.66%
18	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	-6.76%
19	ZURICH CASH	ZURICH	UNICA	0.04%
20	MONEDA LIQUIDEZ	CRUZ DEL SUR	A	0.03%
21	COMPETITIVO	BCI	ALFA	-0.59%
22	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	0.53%
23	CHECK	SECURITY	A	-0.36%
24	CELFIN MONEY MARKET	CELFIN CAPITAL	A	0.01%
25	EXCELENCIA	BBVA	A	-0.58%
26	DE RESERVA	SANTANDER ASSET	NORMA	-0.21%
27	CLIPPER	SCOTIA	A	-0.25%
28	ITAU CORPORATE	ITAU	A	-0.06%
29	FINANCIERO	BANCHILE	A	-1.14%
30	EFICIENCIA	CORP AGF	A	-0.25%
31	PATRIMONIAL	BANCHILE	A	-0.53%
32	DEPOSITO FLEXIBLE	BANCHILE	UNICA	-0.62%
33	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	0.91%
34	BICE INDEX	BICE	A	0.29%
35	DISPONIBLE	BANCHILE	A	-0.15%
36	GANANCIA	BBVA	UNICA	-0.26%
37	ITAU PLUS	ITAU	UNICA	-0.03%

Fuente: Elaboración propia en base a ranking LVA

Tabla N° 5A: Ranking LVA para fondos de deuda mediano-largo plazo nacionales, considerando todas las series de la categoría

FONDO DE DEUDA MAYOR A 365 DÍAS NACIONAL				
BCI	GRAN AHORRO	8460-3	ALFA	*****
SECURITY	GOLD	8118-3	I	*****
SECURITY	GOLD	8118-3	B	*****
CELFIN CAPITAL	RENTA CHILENA	8203-1	I	*****
BANCHILE	ESTRATEGICO	8125-6	B	*****
BICE	BICE EXTRA	8141-8	B	*****
BANCHILE	ESTRATEGICO	8125-6	A	*****
LARRAIN VIAL	RENTA HIPOTECARIA	8315-1	B	*****
SECURITY	SECURITY VALUE	8306-2	A	*****
BBVA	FUTURO	8305-1	APV	*****
LARRAIN VIAL	AHORRO CENTRAL	8241-4	A	*****
IM TRUST	RENTA ESTRATEGICA	8421-2	B	*****
SECURITY	GOLD	8118-3	A	*****
PRINCIPAL AGF	PROGRESION	8089-6	C	*****
BICE	BICE EXTRA	8141-8	A	*****
CELFIN CAPITAL	RENTA CHILENA	8203-1	B-APV	*****
CELFIN CAPITAL	RENTA CHILENA	8203-1	B	*****
PRINCIPAL AGF	PROGRESION	8089-6	B	*****
BANCHILE	DIVERSION LP UF	8028-4	A	*****
CORP CAPITAL	MAS VALOR	8286-4	A	*****
SANTANDER ASSET	BONOS Y LETRAS	8287-2	PERMA	*****
LARRAIN VIAL	RENTA HIPOTECARIA	8315-1	A	*****
PRINCIPAL AGF	PROGRESION	8089-6	E	*****
PRINCIPAL AGF	PROGRESION	8089-6	F	*****
BANCOESTADO	COMPROMISO BANCOESTA	8317-8	A	*****
CONSORCIO	XTRA INCOME	8291-0	E	*****
BANCHILE	HORIZONTE	8023-3	B	*****
BANCHILE	HORIZONTE	8023-3	A	*****
BBVA	FUTURO	8305-1	A	*****
BBVA	BBVA FAMILIA	8106-3	A	*****
CRUZ DEL SUR	PREVISION	8258-9	F	****
CRUZ DEL SUR	PREVISION	8258-9	A	***
PENTA	PENTA RENTA III	8308-9	C	***
CELFIN CAPITAL	RENTA CHILENA	8203-1	A-APV	***
CELFIN CAPITAL	RENTA CHILENA	8203-1	A	***
SANTANDER ASSET	BONOS Y LETRAS	8287-2	APV	***
CONSORCIO	XTRA BOND	8375-5	A	***
CONSORCIO	XTRA BOND	8375-5	C	***
PRINCIPAL AGF	DEPOSITO TOTAL	8422-0	C	***
BANCOESTADO	COMPROMISO BANCOESTA	8317-8	B	***
SANTANDER ASSET	HSFER DEPOSITO	8077-2	APV	***
PRINCIPAL AGF	PROGRESION	8089-6	A	***
SANTANDER ASSET	HSFER DEPOSITO	8077-2	EIECU	***
BANCHILE	DEPOSITO XCI	8152-3	B	***
SANTANDER ASSET	HSFER DEPOSITO	8077-2	INVER	***
PENTA	PENTA RENTA II	8313-5	C	***
SANTANDER ASSET	HSFER DEPOSITO	8077-2	UNIVE	***
BANCHILE	DEPOSITO XCI	8152-3	A	***
BICE	BICE BENEFICIO	8029-2	A	***
BANCHILE	RENTA FUTURA	8357-7	A	***
PRINCIPAL AGF	DEPOSITO TOTAL	8422-0	B	***
LARRAIN VIAL	AHORRO CAPITAL	8263-5	A	***
PRINCIPAL AGF	DEPOSITO TOTAL	8422-0	F	***
BANCHILE	OPERACIONAL	8275-9	A	***
CONSORCIO	XTRA INCOME	8291-0	A	***
SCOTIA	OPTIMO	8079-9	B	***
PRINCIPAL AGF	DEPOSITO TOTAL	8422-0	A	***
SCOTIA	OPTIMO	8079-9	A	***
CONSORCIO	XTRA INCOME	8291-0	C	***
EUROAMERICA	RETORNO TOTAL	8411-5	A	***
CORP CAPITAL	MAS FUTURO	8119-1	A	***
BCI	DEPOSITO MENSUAL	8174-4	ALFA	***
CONSORCIO	XTRA DEPOSIT	8246-5	A	***
CELFIN CAPITAL	RENTA NOMINAL	8258-5	B-APV	***
BCI	CONVENIENCIA	8045-4	ALFA	***
PENTA	PENTA RENTA III	8308-9	A	**
PENTA	PENTA RENTA II	8313-5	A	**
SECURITY	FIRST	8055-1	A	**
CELFIN CAPITAL	RENTA NOMINAL	8258-5	B	**
BANCHILE	DIVERSION MP	8102-7	A	**
LARRAIN VIAL	AHORRO A PLAZO	8124-8	A	**
BANCHILE	AHORRO	8035-7	A	**
PRINCIPAL AGF	DEPOSITO TOTAL	8422-0	E	**

BANCOESTADO	COMPROMISO BANCOESTA	8317-8	C	**
CRUZ DEL SUR	NOMINAL	8491-3	A	**
PENTA	PENTA RENTA I	8312-7	C	**
CONSORCIO	XTRA DEPOSIT	8246-5	C	**
CELFIN CAPITAL	RENTA NOMINAL	8358-5	A	**
BANDESARROLLO	MEDIANO PLAZO	8292-9	UNICA	**
SCOTIA	LEADER	8050-0	B	**
ITAU	ITAU FINANCE	8265-1	A	*
SANTANDER ASSET	INTERMEDIACION	8041-1	NORMA	*
SANTANDER ASSET	SANTAN RENTABILIDAD	8082-9	INVER	*
SANTANDER ASSET	SANTAN RENTABILIDAD	8082-9	UNIVE	*
SCOTIA	LEADER	8050-0	A	*
PENTA	PENTA RENTA I	8312-7	A	*

Fuente: Ranking LVA publicado en el diario El Mercurio Online

Tabla N° 6A: Ranking LVA para fondos de deuda mediano-largo plazo nacionales, considerando solamente serie comparable del estudio

Ranking LVA Indices para fondos de serie considerada

Fondo	administradora	serie	Variación Particip 2005-2007	
1	ESTRATEGICO	BANCHILE	A	0.74%
2	SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	-1.57%
3	AHORRO CENTRAL	LARRAIN VIAL	A	-0.29%
4	GOLD	SECURITY	A	2.13%
5	BICE EXTRA	BICE	A	-1.92%
6	INVERSION L.P. UF	BANCHILE	A	-0.71%
7	MAS VALOR	CORP AGF	A	0.11%
8	BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	-0.95%
9	RENTA HIPOTECARIA	LARRAIN VIAL	A	0.12%
10	COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	1.58%
11	HORIZONTE	BANCHILE	A	-2.15%
12	FUTURO	BBVA	A	-0.71%
13	BBVA FAMILIA	BBVA	UNICA	-0.28%
14	MONEDA PREVISION	CRUZ DEL SUR	A	-0.13%
15	PENTA RENTA III	PENTA	C	0.32%
16	RENTA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	1.06%
17	PROGRESION	PRINCIPAL AGF	A	0.17%
18	PENTA RENTA II	PENTA	C	0.72%
19	HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	-2.61%
20	DEPOSITO XXI	BANCHILE	A	-0.53%
21	BICE BENEFICIO	BICE	A	-0.53%
22	RENTA FUTURA	BANCHILE	A	2.89%
23	AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	1.06%
24	OPERACIONAL	BANCHILE	A	-0.06%
25	XTRA INCOME	CONSORCIO	A	-0.26%
26	OPTIMO	SCOTIA	A	-0.83%
27	RETORNO TOTAL	EUROAMERICA	A	-0.34%
28	MAS FUTURO	CORP AGF	A	-0.07%
29	DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	-1.46%
30	XTRA DEPOSIT	CONSORCIO	A	0.24%
31	CONVENIENCIA	BCI	ALFA	3.36%
32	FIRST	SECURITY	A	1.96%
33	INVERSION M.P.	BANCHILE	A	-0.24%
34	AHORRO A PLAZO	LARRAIN VIAL	A	-0.40%
35	AHORRO	BANCHILE	A	-1.22%
36	PENTA RENTA I	PENTA	C	0.99%
37	RENTA NOMINAL	CELFIN CAPITAL	A	0.73%
38	MEDIANO PLAZO	BANDESARROLLO	UNICA	0.24%
39	ITAU FINANCE	ITAU	A	-0.53%
40	INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	-1.05%
41	RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	-1.53%
42	LEADER	SCOTIA	A	0.03%

Fuente: Elaboración propia en base a ranking LVA

Tabla N° 7A: Ranking LVA para fondos accionarios nacionales considerando todas las series de la categoría

FONDO ACCIONARIO NACIONAL				
BANCHILE	BANCHILE ACCIONES	\$043-8	B	*****
CELFIN CAPITAL	CELFIN ACCIONES CHIL	\$204-K	I	*****
BANCHILE	ACCIONES CHILE	\$027-6	APV	*****
SECURITY	SECURITY ACCIONES	\$069-1	I	*****
SECURITY	SECURITY ACCIONES	\$069-1	B	*****
BICE	BICE VANGUARDIA	\$142-6	B	****
CRUZ DEL SUR	FUNDACION	\$262-7	P	****
CELFIN CAPITAL	CELFIN ACCIONES CHIL	\$204-K	A	****
CELFIN CAPITAL	CELFIN ACCIONES CHIL	\$204-K	B-APV	****
CRUZ DEL SUR	FUNDACION	\$262-7	F	****
CELFIN CAPITAL	CELFIN ACCIONES CHIL	\$204-K	B	****
BCI	ACCIONES PRESENCIA B	\$176-0	BETA	****
SCOTIA	PATRIMONIO-ACCIONES	\$068-3	B	****
BCI	SELECCION BURSATIL	\$430-1	ALFA	****
CRUZ DEL SUR	FUNDACION	\$262-7	A	****
BANCHILE	ACCIONES CHILE	\$027-6	A	****
BANCHILE	BANCHILE-ACCIONES	\$043-8	A	****
PRINCIPAL AGF	CAPITALES	\$038-1	C	****
PRINCIPAL AGF	CAPITALES	\$038-1	B	****
BICE	BICE VANGUARDIA	\$142-6	I	***
SANTANDER ASSET	ACCIONES CHILENAS	\$076-4	APV	***
LARRAIN VIAL	ACCIONES BENEFICIO	\$282-1	B	***
PRINCIPAL AGF	CAPITALES	\$038-1	E	***
ITAU	ITAU NATIONAL EQUITY	\$305-4	A	***
PRINCIPAL AGF	CAPITALES	\$038-1	F	***
BBVA	BBVA ACCIONES NACION	\$289-9	A	***
EUROAMERICA	CHILE 18	\$381-K	A	***
EUROAMERICA	CHILE 18	\$381-K	S	***
ZURICH	BURSATIL 90	\$395-K	C	***
BICE	BICE ACCIONES	\$046-2	F	***
ZURICH	BURSATIL 90	\$395-K	B	***
ZURICH	BURSATIL 90	\$395-K	A	***
ZURICH	BURSATIL 90	\$395-K	D	***
BANCHILE	CAPITALISA-ACC	\$001-2	A	***
SECURITY	SECURITY ACCIONES	\$069-1	A	***
SANTANDER ASSET	ACCIONES CHILENAS	\$076-4	EJECU	***
BCI	ACCIONES PRESENCIA B	\$176-0	ALFA	***
CONSORCIO	XTRA EQUITY	\$170-1	E	***
SCOTIA	PATRIMONIO-ACCIONES	\$068-3	A	***
CONSORCIO	XTRA EQUITY	\$170-1	A	***
LARRAIN VIAL	ACCIONES NACIONALES	\$096-9	B	***
LARRAIN VIAL	ACCIONES BENEFICIO	\$282-1	A	***
PENTA	PENTA ACCIONES	\$307-0	C	***
PENTA	PENTA ACCIONES	\$307-0	A	***
EUROAMERICA	VENTAJALOCAL	\$278-3	B	**
LARRAIN VIAL	ACCIONES NACIONALES	\$096-9	A	**
BANCHILE	MID CAP	\$062-4	A	**
PRINCIPAL AGF	CAPITALES	\$038-1	A	**
CONSORCIO	XTRA EQUITY	\$170-1	C	**
SANTANDER ASSET	RETAIL & CONSUMO	\$074-8	APV	**
SANTANDER ASSET	ACCIONES CHILENAS	\$076-4	INVER	**
SANTANDER ASSET	ACCIONES CHILENAS	\$076-4	UNIVE	**
SANTANDER ASSET	RETAIL & CONSUMO	\$074-8	EJECU	**
EUROAMERICA	VENTAJALOCAL	\$278-3	A	*
BICE	BICE ACCIONES	\$046-2	C	*
CORP CAPITAL	CORP ACCIONES	\$030-6	A	*
SANTANDER ASSET	RETAIL & CONSUMO	\$074-8	INVER	*
SANTANDER ASSET	RETAIL & CONSUMO	\$074-8	UNIVE	*

Fuente: Ranking LVA publicado en el diario El Mercurio Online

Tabla N° 8A: Ranking LVA para fondos accionarios nacionales, considerando solamente serie comparable del estudio

Ranking LVA Indices para fondos de serie considerada				
Fondo	administradora	serie	Variación Particip 2005- 2007	
1	CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	4.53%
2	VANGUARDIA	BICE	A	0.56%
3	MONEDA FUNDACION	CRUZ DEL SUR	F	0.67%
4	ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	-1.81%
5	BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	-2.83%
6	NATIONAL EQUITY	ITAU	A	2.06%
7	CAPITALES	PRINCIPAL AGF	A	-1.21%
8	BBVA ACCIONES NACION	BBVA	A	0.29%
9	CAPITALISA-ACC.	BANCHILE	A	-0.61%
10	SECURITY ACCIONES	SECURITY	A	-0.16%
11	ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	-5.98%
12	ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	3.70%
13	PATRIMONIO-ACCIONES	SCOTIA	A	0.24%
14	XTRA EQUITY	CONSORCIO	A	0.31%
15	ACCIONES BENEFICIO	LARRAIN VIAL	A	-1.50%
16	PENTA ACCIONES	PENTA	C	0.03%
17	ACCIONES NACIONALES	LARRAIN VIAL	A	-0.93%
18	MID CAP	BANCHILE	A	0.75%
19	ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	10.25%
20	VENTAJALOCAL	EUROAMERICA	A	-1.34%
21	CORP ACCIONES	CORP AGF	A	-2.25%

Fuente: Elaboración propia en base a ranking LVA

Tabla N° 9A: Detalle de fondos con mayor aumento y mayor disminución de participación patrimonial en la categoría de deuda menor a 90 días nacional

CATEGORÍA FONDOS DEUDA MENOR A 90 DÍAS NACIONALES						
5 Fondos que más aumentaron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
1 EXTRAVALOR	SANTANDER ASSET	UNICA	10.36%	6.13%	16.49%	
2 LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	5.75%	13.52%	19.27%	
3 TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	3.57%	5.26%	8.83%	
4 CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	3.50%	0.54%	4.04%	
5 PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	1.67%	0.77%	2.45%	
5 Fondos que más aumentaron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
1 CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	-6.76%	10.54%	3.77%	
2 MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	-5.33%	8.88%	3.56%	
3 DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	-2.82%	9.91%	7.09%	
4 SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	-1.91%	2.51%	0.60%	
5 SECURITY PLUS	SECURITY	A	-1.63%	3.28%	1.65%	

Fuente: Elaboración propia en base a patrimonios netos desde 2005 a 2007

Tabla N° 10A: Detalle de fondos con mayor aumento y mayor disminución de participación patrimonial en la categoría de deuda mediano-largo plazo nacional

CATEGORÍA FONDOS DEUDA MEDIANO-LARGO PLAZO NACIONALES						
Decil de Fondos que más aumentaron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
1 CONVENIENCIA	BCI	ALFA	3.36%	0.27%	3.64%	
2 RENTA FUTURA	BANCHILE	A	2.89%	0.21%	3.10%	
3 GOLD	SECURITY	A	2.13%	2.75%	4.87%	
4 FIRST	SECURITY	A	1.96%	1.36%	3.32%	
5 DE PERSONAS	BCI	ALFA	1.68%	3.19%	4.87%	
Decil de Fondos que más disminuyeron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
1 HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	-2.61%	11.01%	8.41%	
2 HORIZONTE	BANCHILE	A	-2.06%	5.00%	2.94%	
3 BICE EXTRA	BICE	A	-1.92%	7.13%	5.22%	
4 SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	-1.57%	1.69%	0.12%	
5 RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	-1.53%	2.79%	1.27%	

Fuente: Elaboración propia en base a patrimonios netos desde 2005 a 2007

Tabla Nº 11A: Detalle de fondos con mayor aumento y mayor disminución de participación patrimonial en la categoría de fondos accionarios nacionales

CATEGORÍA FONDOS ACCIONARIOS NACIONALES						
5 Fondos que más aumentaron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
1 ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	EJECU	10.25%	2.07%	12.32%	
2 CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	4.53%	2.59%	7.12%	
3 ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	3.70%	6.55%	10.25%	
4 BICE ACCIONES	BICE	A	2.10%	6.48%	8.57%	
5 NATIONAL EQUITY	ITAU	A	2.06%	1.24%	3.30%	

5 Fondos que más disminuyeron su participación						
Fondo	administradora	serie	Variación Particip. 2005-2007	Promedio Particip. Primeros 6 meses 2005	Promedio Particip. Últimos 6 meses 2007	
2 SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	-6.67%	8.83%	2.16%	
3 ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	EJECU	-5.98%	10.31%	4.33%	
1 BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	-2.83%	16.10%	13.27%	
4 CORP ACCIONES	CORP AGF	A	-2.25%	4.73%	2.49%	
5 ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	-1.81%	7.40%	5.59%	

Fuente: Elaboración propia en base a patrimonios netos desde 2005 a 2007

Tabla Nº 12A: Test de contraste de medias de rentabilidad neta mensual entre todos los pares de fondos creados por los 5 de mayor aumento en participación patrimonial y los 5 fondos de mayor disminución en participación patrimonial Categoría deuda mediano-largo plazo

Paired Samples Test				
		t	df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	mayor_1 - menor_1	-2,078	35	,045
Pair 2	mayor_1 - menor_2	-1,469	35	,151
Pair 3	mayor_1 - menor_3	-2,049	35	,048
Pair 4	mayor_1 - menor_4	-2,455	35	,019
Pair 5	mayor_1 - menor_5	,149	35	,882
Pair 6	mayor_2 - menor_1	-,649	33	,521
Pair 7	mayor_2 - menor_2	-,237	33	,814
Pair 8	mayor_2 - menor_3	-1,174	33	,249
Pair 9	mayor_2 - menor_4	-,659	33	,514
Pair 10	mayor_2 - menor_5	2,079	33	,045
Pair 11	mayor_3 - menor_1	,701	35	,488
Pair 12	mayor_3 - menor_2	,665	35	,510
Pair 13	mayor_3 - menor_3	,026	35	,979
Pair 14	mayor_3 - menor_4	,310	35	,759
Pair 15	mayor_3 - menor_5	1,988	35	,055
Pair 16	mayor_4 - menor_1	-1,542	35	,132
Pair 17	mayor_4 - menor_2	-1,498	35	,143
Pair 18	mayor_4 - menor_3	-1,951	35	,059
Pair 19	mayor_4 - menor_4	-2,144	35	,039
Pair 20	mayor_4 - menor_5	-,086	35	,932
Pair 21	mayor_5 - menor_1	-1,257	35	,217
Pair 22	mayor_5 - menor_2	-,709	35	,483
Pair 23	mayor_5 - menor_3	-1,722	35	,094
Pair 24	mayor_5 - menor_4	-,951	35	,348
Pair 25	mayor_5 - menor_5	1,543	35	,132

Fuente: Elaboración propia con programa SPSS a partir de serie de rentabilidades netas mensuales aportados por la SVS

Tabla N° 13A: Test T para contraste de medias de rentabilidad neta mensual entre todos los pares de fondos creados por los 5 de mayor aumento en participación patrimonial y los 5 fondos de mayor disminución en participación patrimonial
Categoría fondos accionarios nacionales

Paired Samples Test				
		t	df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	mayor_1 - menor_1	2,686	35	,011
Pair 2	mayor_1 - menor_2	-,051	35	,959
Pair 3	mayor_1 - menor_3	1,425	35	,163
Pair 4	mayor_1 - menor_4	2,707	35	,010
Pair 5	mayor_1 - menor_5	1,006	35	,321
Pair 6	mayor_2 - menor_1	5,318	35	,000
Pair 7	mayor_2 - menor_2	1,012	35	,318
Pair 8	mayor_2 - menor_3	2,500	35	,017
Pair 9	mayor_2 - menor_4	5,134	35	,000
Pair 10	mayor_2 - menor_5	2,240	35	,032
Pair 11	mayor_3 - menor_1	2,212	35	,034
Pair 12	mayor_3 - menor_2	-4,029	35	,000
Pair 13	mayor_3 - menor_3	,131	35	,896
Pair 14	mayor_3 - menor_4	3,009	35	,005
Pair 15	mayor_3 - menor_5	-1,296	35	,203
Pair 16	mayor_4 - menor_1	-,053	35	,958
Pair 17	mayor_4 - menor_2	-4,255	35	,000
Pair 18	mayor_4 - menor_3	-1,132	35	,265
Pair 19	mayor_4 - menor_4	,661	35	,513
Pair 20	mayor_4 - menor_5	-2,618	35	,013
Pair 21	mayor_5 - menor_1	1,537	35	,133
Pair 22	mayor_5 - menor_2	-5,245	35	,000
Pair 23	mayor_5 - menor_3	-,448	35	,657
Pair 24	mayor_5 - menor_4	2,020	35	,051
Pair 25	mayor_5 - menor_5	-1,909	35	,065

Fuente: Elaboración propia con programa SPSS a partir de serie de rentabilidades netas mensuales aportados por la SVS

En azul se detallan los pares de fondos donde se observan rentabilidades netas significativamente mayores (para un nivel de confianza de 95%) en fondos de mayor aumento en participación patrimonial contrastadas con los de mayor disminución patrimonial. En rojo se detallan los pares donde los fondos de mayor disminución patrimonial presentan rentabilidades netas significativamente mayores a los de los fondos de mayor participación patrimonial.

Tabla N° 14A: Fondos de la categoría deuda menor a 90 días nacional, ordenados según su aumento de participación patrimonial entre 2005-2007 junto a sus indicadores de desempeño ponderados para creación de índice de desempeño

Variación participación 2005-2007 (Orden: mayor a menor)	FONDO	administradora	serie	10%	10%	10%	10%	20%	10%	20%	10%	
				Rent. ult 12 meses	Rent. meses 13-24	Rent. meses 25-36	cons trim	Alfa	Sharpe's Ratio	Information Ratio	Tracking Error	
1	10.36%	MONEY MARKET PLUS	SANTANDER ASSET	UNICA	5.64%	4.89%	3.57%	44	0.49%	0.66	9.15	0.05%
2	5.75%	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	5.61%	4.99%	3.49%	44	0.46%	0.63	8.13	0.06%
3	3.57%	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	5.82%	5.31%	4.01%	46	3.42%	2.09	28.51	0.12%
4	3.50%	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	5.85%	5.39%	3.87%	47	4.59%	1.81	39.16	0.12%
5	1.67%	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	5.60%	3.95%	3.18%	37	-4.13%	-0.60	-12.88	0.32%
6	1.05%	OVERNIGHT	SANTANDER ASSET	UNICA	4.60%	3.93%	2.51%	26	-7.65%	-2.88	-28.05	0.27%
7	0.91%	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	4.41%	3.88%	2.44%	25	-8.30%	-3.31	-27.60	0.30%
8	0.90%	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	5.27%	5.13%	3.71%	44	1.02%	0.76	11.50	0.09%
9	0.53%	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	5.06%	4.34%	3.33%	35	-3.02%	-0.99	-23.71	0.13%
10	0.29%	BICE INDEX	BICE	A	3.96%	3.60%	2.80%	23	-9.57%	-4.33	-26.29	0.36%
11	0.05%	VISION	PRINCIPAL AGF	100	5.60%	5.06%	3.58%	44	0.88%	0.81	16.09	0.05%
12	0.04%	ZURICH CASH	ZURICH	UNICA	5.26%	4.78%	3.13%	33	-2.90%	-0.33	-10.58	0.27%
13	0.03%	MONEDA LIQUIDEZ	CRUZ DEL SUR	A	5.15%	4.80%	3.56%	40	-0.61%	-0.04	-6.54	0.09%
14	0.01%	CELFIN MONEY MARKET	CELFIN CAPITAL	A	5.12%	4.61%	3.09%	36	-2.91%	-0.84	-26.29	0.11%
15	-0.03%	ITAU PLUS	ITAU	UNICA	3.62%	2.99%	1.62%	13	-15.25%	-6.30	-28.26	0.54%
16	-0.06%	ITAU CORPORATE	ITAU	A	4.83%	4.24%	2.89%	32	-4.94%	-2.01	-24.97	0.20%
17	-0.14%	XTRA CASH	CONSORCIO	A	5.31%	4.95%	3.73%	43	0.34%	0.63	4.72	0.07%
18	-0.15%	DISPONIBLE	BANCHILE	A	4.02%	3.36%	1.92%	15	-12.39%	-4.71	-27.83	0.45%
19	-0.15%	ITAU SELEC	ITAU	UNICA	5.98%	5.35%	4.61%	44	3.82%	3.86	26.98	0.14%
20	-0.17%	RENTAMAS	SANTANDER ASSET	UNICA	3.47%	2.93%	1.48%	13	-16.01%	-6.96	-27.96	0.57%
21	-0.21%	DE RESERVA	SANTANDER ASSET	NORMA	5.01%	4.43%	3.04%	35	-3.59%	-1.29	-25.75	0.14%
22	-0.23%	INCREMENTO	SANTANDER ASSET	UNICA	3.61%	2.96%	1.52%	13	-15.50%	-6.28	-28.08	0.55%
23	-0.25%	CLIPPER	SCOTIA	A	4.92%	4.45%	3.20%	34	-3.43%	-1.26	-26.43	0.13%
24	-0.25%	EFICIENCIA	CORP AGF	A	4.76%	4.33%	3.04%	33	-4.79%	-1.64	-21.89	0.22%
25	-0.26%	GANANCIA	BBVA	UNICA	3.69%	3.38%	2.03%	15	-12.56%	-6.10	-27.31	0.46%
26	-0.27%	FLEXIBLE	SANTANDER ASSET	UNICA	3.64%	3.14%	1.69%	14	-14.37%	-6.39	-27.84	0.52%
27	-0.36%	CHECK	SECURITY	A	5.15%	4.54%	3.10%	36	-3.06%	-0.87	-26.78	0.11%
28	-0.39%	RENTA MAXIMA	BBVA	A	5.66%	5.13%	3.21%	43	-0.41%	0.38	-2.73	0.15%
29	-0.53%	PATRIMONIAL	BANCHILE	A	4.75%	4.20%	2.89%	30	4.59%	-1.97	22.07	0.21%
30	-0.53%	VALORIZA	SCOTIA	UNICA	5.48%	5.10%	3.74%	46	1.17%	1.02	20.18	0.06%
31	-0.58%	EXCELENCIA	BBVA	A	5.04%	4.47%	3.14%	35	-3.25%	-1.10	-26.47	0.12%
32	-0.59%	COMPETITIVO	BCI	ALFA	5.23%	4.58%	3.24%	38	-2.26%	-0.56	-25.17	0.09%
33	-0.62%	DEPOSITO FLEXIBLE	BANCHILE	UNICA	4.53%	3.72%	2.71%	26	-8.30%	-2.78	-27.88	0.30%
34	-0.66%	BICE MANAGER	BICE	A	5.48%	4.85%	3.69%	45	0.40%	0.62	8.02	0.05%
35	-0.88%	CASH	BANCHILE	UNICA	5.53%	4.96%	3.61%	45	0.61%	0.70	14.07	0.04%
36	-1.14%	FINANCIERO	BANCHILE	A	4.98%	4.11%	2.99%	34	-5.22%	-1.61	-27.85	0.19%
37	-1.17%	PRIORIDAD	BANDESARROLLO	A	5.14%	5.24%	4.00%	43	1.66%	1.42	12.34	0.13%
38	-1.48%	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	5.99%	5.47%	4.17%	48	4.59%	2.58	27.91	0.16%
39	-1.63%	SECURITY PLUS	SECURITY	A	5.86%	5.24%	3.90%	46	2.93%	1.71	23.12	0.13%
40	-1.91%	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	5.47%	4.88%	4.01%	46	1.33%	1.25	15.15	0.09%
41	-2.82%	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	5.65%	5.18%	3.83%	46	2.13%	1.44	27.88	0.08%
42	-5.33%	MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	5.44%	4.84%	3.49%	42	-0.25%	0.30	-7.58	0.03%
43	-6.76%	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	5.30%	4.96%	3.67%	43	0.10%	0.48	1.16	0.09%

Fuente: Elaboración propia en base a indicadores de retorno y patrimonio administrado obtenidos desde la SVS

Tabla N° 15A: Fondos de la categoría deuda mediano y largo plazo nacional, ordenados según su aumento de participación patrimonial entre 2005-2007 junto a sus indicadores de desempeño ponderados para creación de índice de desempeño

Variación participación 2005-2007 (Orden: mayor a menor)	FONDO	administradora	serie	10%	10%	10%	10%	20%	10%	20%	10%	
				ult 12 meses	meses 13-24	meses 25-36	cons trim	Alfa	Sharpe's Ratio	Information Ratio	Tracking Error	
1	3.36%	CONVENIENCIA	BCI	ALFA	5.98%	5.05%	1.25%	27	-5.47%	-1.295	-6.51	0.84%
2	2.89%	RENTA FUTURA	BANCHILE	A	5.52%	6.30%	4.21%	32	0.58%	-0.167	1.09	0.54%
3	2.13%	GOLD	SECURITY	A	8.68%	5.40%	3.33%	39	7.27%	0.260	6.39	1.14%
4	1.96%	FIRST	SECURITY	A	6.67%	2.98%	2.20%	26	-7.38%	-0.865	-6.05	1.22%
5	1.88%	DE PERSONAS	BCI	ALFA	6.81%	5.88%	1.98%	32	-0.51%	-0.322	-1.35	0.38%
6	1.58%	COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	6.65%	6.07%	2.00%	30	0.70%	-0.418	1.04	0.67%
7	1.22%	GRAN VALOR	BCI	ALFA	7.11%	6.69%	1.89%	36	1.69%	-0.086	3.83	0.44%
8	1.06%	RENTA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	6.17%	6.01%	1.22%	27	-4.58%	-0.489	-7.90	0.58%
9	1.06%	AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	6.14%	5.23%	1.06%	27	-6.41%	-0.793	-9.66	0.66%
10	0.99%	PENTA RENTA I	PENTA	C	5.34%	4.91%	2.01%	28	-5.19%	-1.331	-5.00	1.04%
11	0.74%	ESTRATEGICO	BANCHILE	A	7.36%	6.88%	3.56%	40	7.00%	0.313	14.99	0.47%
12	0.73%	RENTA NOMINAL	CELFIN CAPITAL	A	4.63%	6.08%	2.75%	23	-4.96%	-1.011	-5.62	0.88%
13	0.72%	PENTA RENTA II	PENTA	C	5.99%	5.17%	2.69%	31	-1.56%	-0.574	-1.54	1.01%
14	0.32%	PENTA RENTA III	PENTA	C	7.07%	5.52%	2.54%	34	0.87%	-0.175	0.72	1.20%
15	0.24%	XTRA DEPOSIT	CONSORCIO	A	4.42%	5.61%	3.04%	28	-2.64%	-1.325	-2.45	1.08%
16	0.24%	MEDIANO PLAZO	BANDESARROLLO	UNICA	5.89%	4.63%	3.02%	25	-0.93%	-1.095	-0.72	1.29%
17	0.17%	PROGRESION	PRINCIPAL AGF	A	6.42%	5.53%	2.07%	31	-2.25%	-0.461	-5.74	0.39%
18	0.12%	RENTA HIPOTECARIA	LARRAIN VIAL	A	7.75%	7.35%	1.81%	39	3.23%	0.105	2.87	1.13%
19	0.11%	MAS VALOR	CORP AGF	A	5.55%	6.01%	3.48%	31	1.70%	-0.312	2.10	0.81%
20	0.06%	AHORRO ESTRATEGICO	LARRAIN VIAL	A	6.88%	6.88%	1.70%	36	-0.26%	-0.091	-0.27	0.96%
21	0.04%	ZURICH PATRIMONIO	ZURICH	A	6.98%	5.25%	-4.64%	26	-11.26%	-0.762	-8.68	1.30%
22	0.03%	LEADER	SCOTIA	A	5.24%	5.26%	0.95%	27	-7.83%	-1.366	-8.26	0.95%
23	-0.06%	OPERACIONAL	BANCHILE	A	6.03%	5.86%	2.39%	32	-1.07%	-0.449	-1.94	0.55%
24	-0.07%	MAS FUTURO	CORP AGF	A	6.83%	6.91%	1.72%	33	1.25%	-0.129	1.53	0.82%
25	-0.13%	MONEDA PREVISION	CRUZ DEL SUR	A	7.94%	6.25%	-0.79%	33	-6.48%	-0.356	-5.00	1.30%
26	-0.24%	INVERSION M.P.	BANCHILE	A	5.11%	4.80%	2.02%	25	-6.42%	-1.324	-7.55	0.85%
27	-0.26%	XTRA INCOME	CONSORCIO	A	5.03%	6.10%	2.34%	29	-3.57%	-0.596	-7.66	0.47%
28	-0.28%	BBVA FAMILIA	BBVA	UNICA	5.14%	5.12%	2.60%	26	-3.63%	-1.199	-4.07	0.89%
29	-0.29%	AHORRO CENTRAL	LARRAIN VIAL	A	7.98%	6.20%	0.15%	35	-3.96%	-0.234	-3.18	1.24%
30	-0.34%	RETORNO TOTAL	EUROAMERICA	A	5.74%	4.72%	1.58%	26	-7.28%	-0.896	-9.71	0.75%
31	-0.40%	AHORRO A PLAZO	LARRAIN VIAL	A	4.87%	4.68%	1.47%	22	-8.62%	-1.925	-9.34	0.92%
32	-0.49%	ACUMULACION	SANTANDER ASSET	NORMA	6.86%	6.43%	2.64%	34	2.71%	-0.040	7.03	0.39%
33	-0.53%	BICE BENEFICIO	BICE	A	3.92%	5.50%	2.00%	28	-7.43%	-1.481	-6.48	1.15%
34	-0.53%	ITAU FINANCE	ITAU	A	5.57%	5.93%	-0.89%	27	-11.16%	-1.115	-9.99	1.12%
35	-0.53%	DEPOSITO XXI	BANCHILE	A	5.67%	5.85%	2.63%	34	-1.09%	-0.551	-2.11	0.52%
36	-0.67%	ALIANZA	BANCHILE	A	6.54%	6.34%	3.69%	35	3.74%	0.086	5.64	0.66%
37	-0.71%	INVERSION L.P. UF	BANCHILE	A	6.53%	7.08%	1.67%	34	-1.65%	-0.098	-1.30	1.27%
38	-0.71%	FUTURO	BBVA	A	6.45%	6.87%	1.94%	34	-0.45%	-0.132	-0.60	0.75%
39	-0.83%	OPTIMO	SCOTIA	A	5.63%	6.30%	1.72%	32	-3.04%	-0.573	-6.48	0.47%
40	-0.95%	BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	6.82%	8.15%	3.42%	38	7.56%	0.335	7.86	0.96%
41	-1.05%	INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	4.23%	4.58%	1.84%	21	-11.26%	-1.115	-14.42	0.78%
42	-1.22%	AHORRO	BANCHILE	A	4.12%	5.39%	1.94%	25	-8.74%	-1.140	-15.00	0.58%
43	-1.46%	DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	4.93%	5.52%	1.79%	28	-5.23%	-1.496	-5.61	0.93%
44	-1.53%	RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	4.48%	5.51%	2.10%	25	-5.81%	-1.380	-6.19	0.94%
45	-1.57%	SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	9.43%	5.12%	2.25%	33	6.07%	0.129	4.86	1.25%
46	-1.92%	BICE EXTRA	BICE	A	6.26%	8.39%	2.68%	35	5.41%	0.198	7.06	0.77%
47	-2.15%	HORIZONTE	BANCHILE	A	6.15%	6.79%	2.75%	35	1.03%	-0.065	1.68	0.61%
48	-2.61%	HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	6.39%	6.66%	2.76%	35	2.31%	-0.064	5.35	0.43%

Fuente: Elaboración propia en base a indicadores de retorno y patrimonio administrado obtenidos desde la SVS

Tabla N° 16A: Fondos de la categoría deuda mediano y largo plazo nacional, ordenados según su aumento de participación patrimonial entre 2005-2007 junto a sus indicadores de desempeño ponderados para creación de índice de desempeño

Variación participación 2005-2007 (Orden: mayor a menor)	FONDO	administradora	serie	10%	10%	10%	10%	20%	10%	20%	10%	
				ult 12 meses	meses 13-24	meses 25-36	cons trim	Alfa	Sharpe's Ratio	Information Ratio	Tracking Error	
1	10.25%	ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	6.04%	39.13%	40.88%	35	0.16%	0.859	5.39%	3.03%
2	4.53%	CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	13.59%	36.90%	37.96%	40	0.33%	1.038	14.64%	2.25%
3	3.70%	ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	9.70%	31.26%	31.81%	28	-0.06%	0.659	-7.02%	0.92%
4	2.10%	BICE ACCIONES	BICE	A	7.53%	24.41%	23.90%	24	-0.19%	0.531	-9.96%	1.95%
5	2.06%	NATIONAL EQUITY	ITAU	A	8.35%	32.16%	32.98%	26	-0.11%	0.613	-10.12%	1.12%
6	0.75%	MID CAP	BANCHILE	A	13.22%	28.10%	27.50%	28	0.06%	0.758	1.82%	3.12%
7	0.67%	MONEDA FUNDACION	CRUZ DEL SUR	F	13.85%	33.37%	35.77%	35	0.21%	0.918	9.17%	2.32%
8	0.56%	VANGUARDIA	BICE	A	13.05%	32.63%	32.05%	37	0.25%	0.964	13.30%	1.92%
9	0.31%	XTRA EQUITY	CONSORCIO	A	7.90%	31.25%	31.92%	25	-0.08%	0.633	-5.03%	1.67%
10	0.29%	BBVA ACCIONES NACION	BBVA	A	7.09%	32.48%	32.51%	28	-0.09%	0.628	-5.54%	1.63%
11	0.24%	PATRIMONIO-ACCIONES	SCOTIA	A	4.90%	28.44%	29.39%	21	-0.24%	0.477	-13.60%	1.79%
12	0.03%	PENTA ACCIONES	PENTA	C	11.52%	35.01%	36.84%	34	0.16%	0.861	5.69%	2.73%
13	-0.16%	SECURITY ACCIONES	SECURITY	A	8.79%	34.62%	34.06%	29	0.04%	0.748	1.57%	2.59%
14	-0.22%	SANTANDER-ACCIONES	SANTANDER ASSET	UNICA	7.56%	28.65%	29.51%	26	-0.18%	0.551	-14.51%	1.21%
15	-0.61%	CAPITALISA-ACC.	BANCHILE	A	12.90%	31.05%	33.11%	28	0.01%	0.719	0.52%	2.90%
16	-0.93%	ACCIONES NACIONALES	LARRAIN VIAL	A	15.48%	35.42%	38.63%	30	0.18%	0.869	5.19%	3.43%
17	-1.21%	CAPITALES	PRINCIPAL AGF	A	7.82%	30.53%	31.07%	22	-0.15%	0.575	-15.08%	0.98%
18	-1.34%	VENTAJALOCAL	EUROAMERICA	A	5.49%	28.72%	32.30%	20	-0.25%	0.443	-7.63%	3.29%
19	-1.50%	ACCIONES BENEFICIO	LARRAIN VIAL	A	14.32%	36.27%	37.67%	35	0.21%	0.913	9.39%	2.24%
20	-1.81%	ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	10.76%	32.29%	31.82%	30	0.05%	0.764	4.15%	1.14%
21	-2.25%	CORP ACCIONES	CORP AGF	A	5.51%	28.76%	28.52%	24	-0.23%	0.488	-15.32%	1.53%
22	-2.83%	BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	10.00%	29.61%	31.08%	27	-0.05%	0.668	-2.95%	1.66%
23	-5.98%	ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	11.81%	34.91%	35.29%	37	0.22%	0.936	17.50%	1.27%
24	-6.67%	SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	7.40%	28.53%	29.56%	24	-0.19%	0.538	-15.73%	1.21%

Fuente: Elaboración propia en base a indicadores de retorno y patrimonio administrado obtenidos desde la SVS

Tabla N° 17A: Fondos de la categoría deuda menor a 90 días nacional, ordenados según su puntaje alcanzado en el índice de desempeño. En verde (naranja) se muestran los 5 fondos con mayor aumento (disminución) porcentual patrimonial desde 2005 a 2007, como también los 5 de mayores (menores) flujos captados.

Fondo	administradora	serie	Index	Variación % Patrimonio desde 2005-2007	Patrimonio Neto 2005-01	Patrimonio neto 2007-02	Fujo neto entre 2005-2007	
1	ITAU SELEC	ITAU	UNICA	0.951	71.94%	52,245.29	89,833.08	37,587.80
2	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	0.948	-12.10%	55,395.12	48,693.06	-6,702.07
3	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	0.930	1249.95%	10,412.78	140,567.48	130,154.70
4	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	0.918	204.48%	100,559.61	306,180.48	205,620.87
5	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	0.888	28.40%	188,255.09	241,724.26	53,469.17
6	SECURITY PLUS	SECURITY	A	0.885	-10.11%	61,911.22	55,655.01	-6,256.22
7	VALORIZA	SCOTIA	UNICA	0.838	41.47%	46,901.17	66,350.84	19,449.67
8	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	0.818	-57.66%	48,325.65	20,460.32	-27,865.33
9	VISION	PRINCIPAL AGF	100	0.812	180.84%	1,856.08	5,212.63	3,356.55
10	CASH	BANCHILE	UNICA	0.800	12.86%	45,190.64	51,000.80	5,810.16
11	PRIORIDAD	BANDESARROLLO	A	0.797	-61.66%	28,167.38	10,799.48	-17,367.90
12	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	0.785	425.35%	8,748.24	45,958.62	37,210.39
13	EXTRAVALOR	SANTANDER ASSET	UNICA	0.778	383.88%	117,080.97	566,531.06	449,450.08
14	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	0.773	157.95%	255,958.49	660,255.52	404,297.03
15	BICE MANAGER	BICE	A	0.772	42.06%	58,561.76	83,194.61	24,632.84
16	XTRA CASH	CONSORCIO	A	0.748	39.90%	10,945.97	15,313.11	4,367.13
17	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	0.727	-35.57%	198,805.55	128,096.95	-70,708.60
18	PATRIMONIAL	BANCHILE	A	0.708	36.93%	43,234.42	59,199.50	15,965.08
19	RENTA MAXIMA	BBVA	A	0.702	-14.81%	13,860.23	11,808.18	-2,052.05
20	MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	0.694	-28.36%	168,175.56	120,474.71	-47,700.85
21	MONEDA LIQUIDEZ	CRUZ DEL SUR	A	0.663	96.88%	5,258.46	10,352.77	5,094.31
22	ZURICH CASH	ZURICH	UNICA	0.560	276.87%	699.77	2,637.19	1,937.43
23	COMPETITIVO	BCI	ALFA	0.556	33.15%	42,784.04	56,967.56	14,183.51
24	CELFIN MONEY MARKET	CELFIN CAPITAL	A	0.525	80.84%	13,500.69	24,415.29	10,914.60
25	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	0.523	474.08%	14,599.07	83,810.86	69,211.80
26	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	0.521	715.32%	2,842.10	23,172.15	20,330.05
27	CHECK	SECURITY	A	0.520	36.91%	28,859.91	39,512.14	10,652.23
28	EXCELENCIA	BBVA	A	0.506	-70.25%	13,205.44	3,928.89	-9,276.55
29	CLIPPER	SCOTIA	A	0.496	-9.93%	9,061.12	8,161.10	-900.02
30	DE RESERVA	SANTANDER ASSET	NORMA	0.495	70.47%	90,579.08	154,408.31	63,829.23
31	EFICIENCIA	CORP AGF	A	0.459	-6.86%	9,988.87	9,303.74	-685.13
32	FINANCIERO	BANCHILE	A	0.442	-5.35%	45,346.55	42,921.69	-2,424.86
33	ITAU CORPORATE	ITAU	A	0.439	63.03%	12,735.63	20,762.33	8,026.70
34	OVERNIGHT	SANTANDER ASSET	UNICA	0.330	223.28%	25,364.86	81,999.28	56,634.42
35	DEPOSITO FLEXIBLE	BANCHILE	UNICA	0.316	-49.34%	16,186.47	8,200.04	-7,986.43
36	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	0.301	262.89%	17,479.49	63,431.83	45,952.33
37	BICE INDEX	BICE	A	0.249	179.86%	9,909.12	27,731.65	17,822.53
38	DISPONIBLE	BANCHILE	A	0.140	46.67%	15,263.72	22,387.67	7,123.95
39	GANANCIA	BBVA	UNICA	0.115	-66.79%	5,983.43	1,987.09	-3,996.34
40	FLEXIBLE	SANTANDER ASSET	UNICA	0.058	-50.17%	7,138.16	3,557.19	-3,580.97
41	ITAU PLUS	ITAU	UNICA	0.032	39.50%	2,656.18	3,705.47	1,049.29
42	INCREMENTO	SANTANDER ASSET	UNICA	0.024	-46.98%	6,246.93	3,311.88	-2,935.05
43	RENTAMAS	SANTANDER ASSET	UNICA	0.001	-39.70%	4,725.27	2,849.23	-1,876.04

Fuente: Elaboración propia en base a índice de desempeño creado con metodología "Celfin Index" y niveles de patrimonio neto estimados a partir de datos obtenidos de la SVS

Tabla N° 18A: Fondos de la categoría deuda mediano y largo plazo nacional, ordenados según su puntaje alcanzado en el índice de desempeño. En verde (naranja) se muestran los 5 fondos con mayor aumento (disminución) porcentual patrimonial desde 2005 a 2007, como también los 5 de mayores (menores) flujos captados.

Fondo	administradora	serie	Index	Variación % Patrimonio desde 2005-2007	Patrimonio Neto 2005-01	Patrimonio neto 2007-02	Fujo neto entre 2005-2007	
1	ESTRATEGICO	BANCHILE	A	0.913	-24.64%	222.552.82	167.711.22	-54.841.59
2	BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	0.865	-58.11%	49.431.74	20.707.15	-28.724.59
3	BICE EXTRA	BICE	A	0.829	-49.09%	150.193.04	76.465.10	-73.727.94
4	ACUMULACION	SANTANDER ASSET	NORMA	0.813	-57.86%	25.065.54	10.559.25	-14.496.29
5	GOLD	SECURITY	A	0.812	23.52%	57.976.69	71.611.67	13.634.97
6	ALIANZA	BANCHILE	A	0.789	-54.98%	39.223.21	17.656.89	-21.566.32
7	HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	0.788	-46.25%	230.728.74	124.010.79	-106.717.94
8	GRAN VALOR	BCI	ALFA	0.775	-11.63%	99.275.24	87.731.12	-11.544.12
9	RENTA HIPOTECARIA	LARRAIN VIAL	A	0.746	-20.21%	15.665.16	12.499.73	-3.165.43
10	SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	0.735	-94.94%	33.788.47	1.708.96	-32.079.51
11	HORIZONTE	BANCHILE	A	0.718	-59.87%	103.950.66	41.718.00	-62.232.66
12	RENTA FUTURA	BANCHILE	A	0.693	886.07%	4.605.66	45.414.91	40.809.25
13	MAS FUTURO	CORP AGF	A	0.685	-40.35%	8.260.78	4.927.50	-3.333.27
14	DE PERSONAS	BCI	ALFA	0.660	7.48%	66.468.56	71.437.96	4.969.41
15	FUTURO	BBVA	A	0.659	-50.36%	52.699.07	26.159.13	-26.539.94
16	AHORRO ESTRATEGICO	LARRAIN VIAL	A	0.659	-29.15%	24.618.80	17.443.58	-7.175.22
17	MAS VALOR	CORP AGF	A	0.656	41.92%	2.373.24	3.368.03	994.80
18	COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	0.649	7476.90%	307.12	23.270.10	22.962.98
19	PENTA RENTA III	PENTA	C	0.623	44.34%	6.229.38	8.991.32	2.761.94
20	DEPOSITO XXI	BANCHILE	A	0.620	-34.45%	234.517.08	153.733.69	-80.783.39
21	OPERACIONAL	BANCHILE	A	0.616	-35.86%	18.414.54	11.810.61	-6.603.93
22	INVERSION L.P. UF	BANCHILE	A	0.591	-55.90%	41.538.22	18.317.25	-23.220.97
23	PROGRESION	PRINCIPAL AGF	A	0.576	-18.83%	21.382.72	17.357.35	-4.025.37
24	AHORRO CENTRAL	LARRAIN VIAL	A	0.552	-78.98%	9.450.30	1.966.41	-7.463.89
25	OPTIMO	SCOTIA	A	0.551	-49.84%	60.982.39	30.589.00	-30.393.39
26	PENTA RENTA II	PENTA	C	0.547	306.86%	3.077.32	12.520.41	9.443.09
27	XTRA INCOME	CONSORCIO	A	0.510	-66.90%	10.239.54	3.389.72	-6.849.82
28	RENTA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	0.490	21.06%	30.280.47	36.656.45	6.375.98
29	MONEDA PREVISION	CRUZ DEL SUR	A	0.485	-54.72%	7.990.42	3.618.10	-4.372.32
30	MEDIANO PLAZO	BANDESARROLLO	UNICA	0.466	46.91%	4.660.36	6.846.43	2.186.07
31	XTRA DEPOSIT	CONSORCIO	A	0.458	235.02%	1.349.92	4.522.47	3.172.55
32	BBVA FAMILIA	BBVA	UNICA	0.448	-46.61%	23.423.90	12.505.27	-10.918.63
33	RENTA NOMINAL	CELFIN CAPITAL	A	0.427	172.04%	5.225.48	14.215.50	8.990.03
34	AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	0.421	20.70%	30.973.38	37.383.68	6.410.30
35	CONVENIENCIA	BCI	ALFA	0.416	821.38%	5.809.26	53.525.47	47.716.21
36	PENTA RENTA I	PENTA	C	0.411	441.87%	3.029.45	16.415.78	13.386.32
37	DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	0.409	-55.34%	80.682.13	36.035.81	-44.646.32
38	RETORNO TOTAL	EUROAMERICA	A	0.385	-70.89%	12.073.38	3.515.14	-8.558.24
39	RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	0.383	-67.75%	57.473.03	18.537.26	-38.935.77
40	INVERSION M.P.	BANCHILE	A	0.374	-51.17%	15.847.90	7.739.03	-8.108.87
41	FIRST	SECURITY	A	0.368	69.74%	28.783.64	48.857.16	20.073.52
42	AHORRO	BANCHILE	A	0.363	-59.44%	60.305.84	24.462.97	-35.842.87
43	LEADER	SCOTIA	A	0.355	-18.11%	4.404.49	3.606.65	-797.84
44	BICE BENEFICIO	BICE	A	0.348	-88.84%	12.393.50	1.382.96	-11.010.54
45	ITAU FINANCE	ITAU	A	0.307	-66.32%	23.621.68	7.955.86	-15.665.82
46	INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	0.293	-68.45%	38.893.58	12.272.81	-26.620.77
47	AHORRO A PLAZO	LARRAIN VIAL	A	0.278	-38.47%	55.126.35	33.920.39	-21.205.96
48	ZURICH PATRIMONIO	ZURICH	A	0.184	213.68%	254.73	799.02	544.30

Fuente: Elaboración propia en base a índice de desempeño creado con metodología "Celfin Index" y niveles de patrimonio neto estimados a partir de datos obtenidos de la SVS

Tabla N° 19A: Fondos de la categoría accionarios nacionales, ordenados según su puntaje alcanzado en el índice de desempeño. En verde (naranja) se muestran los 5 fondos con mayor aumento (disminución) porcentual patrimonial desde 2005 a 2007, como también los 5 de mayores (menores) flujos captados.

Fondo	administradora	serie	Index	Variación % Patrimonio desde 2005 2007	Patrimonio Neto 2005-01	Patrimonio neto 2007-02	Fujo neto entre 2005- 2007
1 CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	0.880	97.10%	12,043.35	23,737.57	11,694.22
2 ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	0.821	-70.25%	48,962.01	14,565.74	-34,396.27
3 VANGUARDIA	BICE	A	0.763	-15.44%	14,302.55	12,094.01	-2,208.54
4 ACCIONES BENEFICIO	LARRAIN VIAL	A	0.762	-57.11%	18,267.01	7,833.92	-10,433.09
5 MONEDA FUNDACION	CRUZ DEL SUR	F	0.724	-6.16%	10,043.33	9,424.46	-618.87
6 ACCIONES NACIONALES	LARRAIN VIAL	A	0.657	-52.09%	11,809.57	5,658.24	-6,151.34
7 PENTA ACCIONES	PENTA	C	0.648	-27.68%	5,209.12	3,767.10	-1,442.02
8 ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	0.642	305.76%	10,160.80	41,228.41	31,067.61
9 ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	0.573	-45.26%	33,998.10	18,611.84	-15,386.25
10 SECURITY ACCIONES	SECURITY	A	0.501	-30.17%	15,830.99	11,055.30	-4,775.69
11 CAPITALISA-ACC.	BANCHILE	A	0.472	-51.40%	7,990.45	3,883.09	-4,107.35
12 MID CAP	BANCHILE	A	0.442	24.16%	4,738.79	5,883.80	1,145.01
13 ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	0.431	10.03%	31,016.42	34,126.50	3,110.08
14 BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	0.416	-41.05%	75,515.00	44,512.71	-31,002.30
15 BBVA ACCIONES NACION	BBVA	A	0.386	-13.43%	6,441.13	5,576.39	-864.74
16 XTRA EQUITY	CONSORCIO	A	0.371	-15.98%	7,561.25	6,353.25	-1,208.00
17 NATIONAL EQUITY	ITAU	A	0.371	78.64%	6,153.77	10,993.11	4,839.34
18 CAPITALES	PRINCIPAL AGF	A	0.281	-73.05%	8,882.95	2,393.98	-6,488.96
19 SANTANDER-ACCIONES	SANTANDER ASSET	UNICA	0.257	-42.52%	4,822.52	2,771.80	-2,050.72
20 SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	0.231	-82.11%	41,015.54	7,336.33	-33,679.21
21 CORP ACCIONES	CORP AGF	A	0.174	-62.26%	22,046.29	8,320.05	-13,726.25
22 BICE ACCIONES	BICE	A	0.173	-5.21%	30,162.82	28,590.67	-1,572.14
23 PATRIMONIO-ACCIONES	SCOTIA	A	0.151	-28.07%	32,649.74	23,485.70	-9,164.03
24 VENTAJALOCAL	EUROAMERICA	A	0.139	-81.15%	8,769.83	1,653.35	-7,116.48

Fuente: Elaboración propia en base a índice de desempeño creado con metodología "Celfin Index" y niveles de patrimonio neto estimados a partir de datos obtenidos de la SVS

Tabla N° 20A: Comparación de variables propias de la administradora entre fondos de mayor crecimiento en participación patrimonial y mayor disminución de participación patrimonial entre 2005-2007.

Categoría Deuda mediano-largo plazo nacional

Var Part.	Fondo	AGF	Serie	GAV TRIMESTRAL promedio AGF (\$MM de pesos)	Bancario/ No bancario	Market Share AGF Industria	Share AGF dentro de la categoría	Premios Salmón AGF	Número AGF en Fondos Categoría
3.36%	CONVENIENCIA	BCI	ALFA	1,060.46	1	8.25%	14.30%	13	5
2.89%	RENDA FUTURA	BANCHILE	A	4,517.08	1	39.05%	36.47%	24	9
2.13%	GOLD	SECURITY	A	886.72	1	3.16%	5.03%	4	3
1.96%	FIRST	SECURITY	A	886.72	1	3.16%	5.03%	4	3
1.68%	DE PERSONAS	BCI	ALFA	1,060.46	1	8.25%	14.30%	13	5
1.58%	COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	312.12	1	1.93%	0.66%	1	1
1.22%	GRAN VALOR	BCI	ALFA	1,060.46	1	8.25%	14.30%	13	5
1.06%	RENDA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	1,030.86	0	2.11%	3.02%	5	2
1.06%	AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	1,575.58	0	3.50%	6.41%	11	5
0.99%	PENTA RENTA I	PENTA	C	664.37	1	2.50%	1.82%	0	3
-0.83%	OPTIMO	SCOTIA	A	277.29	1	2.87%	2.88%	3	1
-0.95%	BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	1,496.61	1	17.33%	15.30%	13	5
-1.05%	INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	15.30%	13	5
-1.22%	AHORRO	BANCHILE	A	4,517.08	1	39.05%	36.47%	24	9
-1.46%	DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	1,060.46	1	8.25%	14.30%	13	5
-1.53%	RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	15.30%	13	5
-1.57%	SECURITY VALUE	SECURITY	UNICA	886.72	1	3.16%	5.03%	4	3
-1.92%	BICE EXTRA	BICE	A	1,130.55	1	4.52%	6.88%	4	2
-2.15%	HORIZONTE	BANCHILE	A	4,517.08	1	39.05%	36.47%	24	9
-2.61%	HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	15.30%	13	5

Fuente: Elaboración propia con datos de FECU para cada AGF, datos de patrimonio administrado desde la Superintendencia Valores y Seguros (SVS) y Asociación de Fondos Mutuos (AAFM)

Tabla N° 21A: Comparación de variables propias de la administradora entre fondos de mayor crecimiento en participación patrimonial y mayor disminución de participación patrimonial entre 2005-2007.

Categoría fondos accionarios nacionales

Var Part.	Fondo	AGF	Serie	GAV TRIMESTRAL promedio AGF (\$MM de pesos)	Bancario/N o bancario	Market Share AGF Industria	Share AGF dentro de la categoría	Premios Salmón AGF	Número AGF en Fondos Categoría
10.25%	ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	23.95%	13	4
4.53%	CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	1,030.86	0	2.11%	4.03%	5	1
3.70%	ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	1,060.46	1	8.25%	8.59%	13	2
2.10%	BICE ACCIONES	BICE	A	1,130.55	1	4.52%	10.87%	4	2
2.06%	NATIONAL EQUITY	ITAU	A	324.29	1	1.66%	2.58%	0	1
-1.81%	ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	4,517.08	1	39.05%	23.15%	24	4
-2.25%	CORP ACCIONES	CORP AGF	A	730.17	1	2.07%	3.44%	6	1
-2.83%	BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	4,517.08	1	39.05%	23.15%	24	4
-5.98%	ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	23.95%	13	4
-6.67%	SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	1,496.61	1	17.33%	23.95%	13	4

Fuente: Elaboración propia con datos de FECU para cada AGF, datos de patrimonio administrado desde la Superintendencia Valores y Seguros (SVS) y Asociación de Fondos Mutuos (AAFM)

Tabla N° 22A: Variaciones de participación patrimonial por administradora entre 2005-2007.

Categoría fondos accionarios nacionales

AGF	Particip. 2005-01	Particip. 2007-02	Variación Particip. 2005-2007
BANCHILE	26.30%	21.80%	-4.50%
BBVA	1.37%	1.66%	0.29%
BCI	6.55%	10.25%	3.70%
BICE	9.54%	12.20%	2.66%
CELFIN CAPITAL	2.59%	7.12%	4.53%
CONSORCIO	1.62%	1.92%	0.31%
CORP AGF	4.73%	2.49%	-2.25%
CRUZ DEL SUR	2.15%	2.82%	0.67%
EUROAMERICA	1.85%	0.51%	-1.34%
ITAU	1.24%	3.30%	2.06%
LARRAIN VIAL	6.49%	4.06%	-2.43%
PENTA	1.11%	1.14%	0.03%
PRINCIPAL AGF	1.94%	0.72%	-1.21%
SANTANDER ASSET	22.26%	19.64%	-2.62%
SCOTIA	6.85%	7.09%	0.24%
SECURITY	3.42%	3.27%	-0.16%

Fuente: Elaboración propia a partir de flujos netos obtenidos con datos de la SVS

Tabla N° 23A: Descripción de tamaño inicial, aporte promedio por partícipe, comisiones y número de premios ganados por los fondos de mayor crecimiento y mayor disminución en participación patrimonial

Categoría deuda menor a 90 días nacional

Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
10.358%	EXTRAVALOR	SANTANDER ASSET	UNICA	85,815.88	57.93	0.98%	0
5.748%	LIQUIDEZ 2000	BANCHILE	UNICA	160,263.89	32.36	0.61%	0
3.571%	TESORERIA	SANTANDER ASSET	UNICA	62,056.60	600.68	0.24%	0
3.496%	CORPORATIVO BANCOEST	BANCOESTADO	UNICA	70,578.74	482.01	0.25%	1
1.675%	PROXIMIDAD	BANDESARROLLO	UNICA	14,203.35	4.59	0.77%	0
1.047%	OVERNIGHT	SANTANDER ASSET	UNICA	28,790.60	3.50	1.49%	0
0.913%	RENDIMIENTO	BCI	ALFA	13,575.48	9.43	1.60%	0
0.900%	MERCADO MONETARIO	LARRAIN VIAL	A	5,633.72	10.52	0.48%	3
0.529%	PENTA MONEY MARKET	PENTA	A	2,197.48	20.18	1.07%	0
0.290%	BICE INDEX	BICE	A	7,099.69	8.10	1.68%	0
	Promedios			45,021.54	122.93	0.92%	----
	MIN			2,197.48	3.50	0.24%	----
	MAX			160,263.89	600.68	1.68%	----
	TOTAL			----	----	----	4
Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
-6.762%	CORPORATIVO	BANCHILE	UNICA	250,798.83	18.79	0.54%	0
-5.327%	MONEY MARKET	SANTANDER ASSET	UNICA	268,311.81	30.57	0.58%	0
-2.820%	DEPOSITO EFECTIVO	BCI	ALFA	254,201.79	14.75	0.40%	1
-1.905%	SOLVENTE BANCOESTADO	BANCOESTADO	A	29,090.79	19.80	0.65%	0
-1.629%	SECURITY PLUS	SECURITY	A	47,984.81	21.88	0.37%	1
-1.482%	OPORTUNIDAD	CORP AGF	UNICA	119,238.19	87.51	0.23%	2
-1.174%	PRIORIDAD	BANDESARROLLO	A	34,358.54	4.29	0.60%	0
-1.142%	FINANCIERO	BANCHILE	A	43,332.73	13.80	1.19%	0
-0.878%	CASH	BANCHILE	UNICA	66,152.58	96.04	0.48%	0
-0.660%	BICE MANAGER	BICE	A	58,650.62	52.19	0.60%	1
	Promedios			117,212.07	35.96	0.56%	----
	MIN			29,090.79	4.29	0.23%	----
	MAX			268,311.81	96.04	1.19%	----
	TOTAL			----	----	----	5

Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS y premios entregados por el Diario Financiero

Tabla Nº 24A: Descripción de tamaño inicial, aporte promedio por partícipe, comisiones y número de premios ganados por los fondos de mayor crecimiento y mayor disminución en participación patrimonial

Categoría deuda mediano-largo plazo nacional

Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
3.362%	CONVENIENCIA	BCI	ALFA	5,054.05	7.52	1.55%	0
2.887%	RENTA FUTURA	BANCHILE	A	2,949.33	10.85	1.19%	0
2.126%	GOLD	SECURITY	A	58,154.47	27.62	0.93%	0
1.960%	FIRST	SECURITY	A	29,682.30	26.20	3.17%	0
1.682%	DE PERSONAS	BCI	ALFA	88,599.92	5.56	1.63%	0
1.576%	COMPROMISO BANCOESTA	BANCOESTADO	A	222.36	4.51	0.95%	0
1.220%	GRAN VALOR	BCI	ALFA	119,399.92	6.99	1.74%	3
1.062%	RENTA CHILENA	CELFIN CAPITAL	A	32,190.48	3.24	2.16%	1
1.062%	AHORRO CAPITAL	LARRAIN VIAL	A	40,242.73	18.45	1.77%	0
0.987%	PENTA RENTA I	PENTA	C	1,671.35	58.90	1.17%	0

Promedios	37,816.69	16.98	1.63%	----
MIN	222.36	3.24	0.93%	----
MAX	119,399.92	58.90	3.17%	----
TOTAL	----	----	----	4

Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
-2.606%	HIPER DEPOSITO	SANTANDER ASSET	NORMA	254,125.08	13.59	1.61%	0
-2.149%	HORIZONTE	BANCHILE	A	95,920.96	7.44	2.08%	1
-1.917%	BICE EXTRA	BICE	A	158,281.14	15.53	1.01%	1
-1.574%	SECURITY Y VALUE	SECURITY	UNICA	46,659.21	9.58	1.09%	0
-1.527%	RENTABILIDAD	SANTANDER ASSET	NORMA	67,679.31	4.68	1.67%	0
-1.463%	DEPOSITO MENSUAL	BCI	ALFA	107,298.45	2.81	1.45%	0
-1.225%	AHORRO	BANCHILE	A	72,403.93	2.30	2.08%	0
-1.053%	INTERMEDIACION	SANTANDER ASSET	NORMA	54,040.44	0.82	3.27%	0
-0.950%	BONOS Y LETRAS	SANTANDER ASSET	PERMA	45,408.00	61.18	0.95%	2
-0.830%	OPTIMO	SCOTIA	A	66,476.82	2.51	1.79%	0

Promedios	96,829.33	12.04	1.70%	----
MIN	45,408.00	0.82	0.95%	----
MAX	254,125.08	61.18	3.27%	----
TOTAL	----	----	----	4

Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS y premios entregados por el Diario Financiero

Tabla Nº 25A: Descripción de tamaño inicial, aporte promedio por partícipe, comisiones y número de premios ganados por los fondos de mayor crecimiento y mayor disminución en participación patrimonial

Categoría fondos accionarios nacionales

Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
10.250%	ACCIONES RETAIL	SANTANDER ASSET	NORMA	5,758.76	14.05	5.50%	2
4.530%	CELFIN ACCIONES CHIL	CELFIN CAPITAL	A	10,148.98	2.08	3.56%	3
3.703%	ACCIONES PRESENCIA B	BCI	ALFA	21,301.52	4.05	5.62%	0
2.097%	BICE ACCIONES	BICE	A	25,132.18	7.61	6.43%	0
2.064%	NATIONAL EQUITY	ITAU	A	1,614.38	3.72	5.95%	0

Promedios	12,791.16	6.30	5.41%	----
MIN	1,614.38	2.08	3.56%	----
MAX	25,132.18	14.05	6.43%	----
TOTAL	----	----	----	5

Var Part. (05-07)	Fondo	AGF	Serie	Patrimonio Inicial (MM\$)	Aporte promedio x Partícipe (MM\$)	TAC promedio anual	Número Salmenes (entre 2005-2007)
-6.666%	SANTIAGO ACCIONES 2	SANTANDER ASSET	NORMA	35,503.61	1.46	7.14%	0
-5.985%	ACCIONES CHILENAS	SANTANDER ASSET	NORMA	33,080.28	5.70	5.50%	0
-2.828%	BANCHILE-ACCIONES	BANCHILE	A	57,801.88	4.41	6.26%	0
-2.246%	CORP ACCIONES	CORP AGF	A	18,572.58	1.39	7.14%	0
-1.809%	ACCIONES CHILE	BANCHILE	A	32,732.34	5.97	5.59%	0

Promedios	35,538.14	3.78	6.33%	----
MIN	18,572.58	1.39	5.50%	----
MAX	57,801.88	5.97	7.14%	----
TOTAL	----	----	----	0

Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS y premios entregados por el Diario Financiero

Tabla N° 26A: Comparación de medias entre grupo formado por 10 fondos de mayor aumento participación patrimonial y grupo de fondos formado con 10 fondos de mayor disminución de participación patrimonial mediante test de ANOVA.

Categoría deuda menor a 90 días nacional

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
tamano_inicial	Between Groups	2,6E+010	1	2,606E+010	4,141	,057
	Within Groups	1,1E+011	18	6293209026		
	Total	1,4E+011	19			
aporte_x_participe	Between Groups	37817,165	1	37817,165	1,491	,238
	Within Groups	456398,7	18	25355,481		
	Total	494215,8	19			
premios_fondo	Between Groups	,050	1	,050	,070	,795
	Within Groups	12,900	18	,717		
	Total	12,950	19			
tac_prom_anual	Between Groups	,000	1	,000	3,503	,078
	Within Groups	,000	18	,000		
	Total	,000	19			

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos desde la SVS y programa estadístico SPSS

Tabla N° 27A: Comparación de medias entre grupo formado por 10 fondos de mayor aumento participación patrimonial y grupo de fondos formado con 10 fondos de mayor disminución de participación patrimonial mediante test de ANOVA.

Categoría deuda mediano-largo plazo nacional

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
tamano_inicial	Between Groups	1,7E+010	1	1,741E+010	5,942	,025
	Within Groups	5,3E+010	18	2930523525		
	Total	7,0E+010	19			
aporte_x_participe	Between Groups	122,018	1	122,018	,395	,538
	Within Groups	5566,712	18	309,262		
	Total	5688,730	19			
tac	Between Groups	,000	1	,000	,058	,813
	Within Groups	,001	18	,000		
	Total	,001	19			
salmon_fondo	Between Groups	,000	1	,000	,000	1,000
	Within Groups	12,800	18	,711		
	Total	12,800	19			

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos desde la SVS y programa estadístico SPSS

Tabla Nº 28A: Comparación de medias entre grupo formado por 6 fondos de mayor aumento participación patrimonial y grupo de fondos formado con 8 fondos de mayor disminución de participación patrimonial mediante test de ANOVA.

Categoría fondos accionarios nacionales

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
tamano_inicial	Between Groups	5,9E+008	1	585963197,9	2,822	,119
	Within Groups	2,5E+009	12	207652377,5		
	Total	3,1E+009	13			
Aporte_x_participe	Between Groups	14,727	1	14,727	1,412	,258
	Within Groups	125,186	12	10,432		
	Total	139,912	13			
tac	Between Groups	,000	1	,000	,026	,873
	Within Groups	,004	12	,000		
	Total	,004	13			
salmon_fondo	Between Groups	2,625	1	2,625	3,549	,084
	Within Groups	8,875	12	,740		
	Total	11,500	13			

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos desde la SVS y programa estadístico SPSS

Tabla Nº 29A: Matriz de correlaciones para variables de desempeño incluidas en regresión

Tabla Nº8

Categoría fondos deuda menor a 90 días nacionales

	Rent. ult 12 meses	Rent. meses 13-24	Rent. meses 25-36	cons trim	Alfa	Sharpe's Ratio	Information Ratio	Tracking Error
Rent. ult 12 meses	1	0.94	0.93	0.97	0.93	0.98	0.74	-0.87
Rent. meses 13-24		1	0.95	0.97	0.95	0.97	0.78	-0.90
Rent. meses 25-36			1	0.96	0.94	0.98	0.77	-0.88
cons trim				1	0.95	0.97	0.76	-0.93
Alfa					1	0.96	0.82	-0.89
Sharpe's Ratio						1	0.78	-0.88
Information Ratio							1	-0.56
Tracking Error								1

Fuente: Elaboración propia en base a indicadores de desempeño creados para 36 meses

Tabla N° 30A: Matriz de correlaciones para variables de desempeño incluidas en regresión
Tabla N°9
Categoría fondos deuda mediano y largo plazo nacional

	Rent. ult 12 meses	Rent. meses 13-24	Rent. meses 25-36	cons trim	Alfa	Sharpe's Ratio	Information Ratio	Tracking Error
Rent. ult 12 meses	1.00	0.28	-0.11	0.70	0.59	0.76	0.60	0.19
Rent. meses 13-24		1.00	0.16	0.71	0.61	0.68	0.60	-0.26
Rent. meses 25-36			1.00	0.28	0.61	0.26	0.50	-0.36
cons trim				1.00	0.83	0.88	0.83	-0.14
Alfa					1.00	0.82	0.94	-0.21
Sharpe's Ratio						1.00	0.78	-0.20
Information Ratio							1.00	-0.13
Tracking Error								1.00

Fuente: Elaboración propia en base a indicadores de desempeño creados para 36 meses