

# GARANTÍAS Y DESARROLLO DE LA INDUSTRIA DE FONDOS MUTUOS EN CHILE

---

Claudio E. Raddatz Kiefer

20 de marzo de 2025

---

\*Profesor Titular, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile. Este informe me fue comisionado por Fintual Administradora General de Fondos S.A. Sin embargo, las opiniones vertidas son exclusivamente responsabilidad del autor y no comprometen aquellas de la Universidad de Chile, de Fintual, o de sus miembros.

# Índice

<b>1. Introducción</b>	<b>2</b>
<b>2. La industria de fondos mutuos en Chile</b>	<b>5</b>
2.1. Tamaño de la industria . . . . .	5
2.2. Estructura de la industria . . . . .	6
<b>3. La industria de fondos mutuos y el desarrollo del mercado de capi- tales</b>	<b>11</b>
<b>4. La regulación de la industria de fondos mutuos</b>	<b>12</b>
4.1. Marco conceptual . . . . .	12
4.1.1. Regulación prudencial . . . . .	12
4.1.2. Regulación de conducta . . . . .	15
4.1.3. Capital mínimo y garantías . . . . .	15
<b>5. Garantías y costos de administración</b>	<b>18</b>
<b>6. Conclusiones</b>	<b>25</b>
<b>7. Bibliografía</b>	<b>28</b>
<b>A. Apéndices</b>	<b>29</b>
A.1. Legislación y normativa relevante revisadas para distintos países . . .	29
A.2. Breve descripción del análisis empírico . . . . .	31
A.2.1. Comparación internacional . . . . .	31
A.2.2. Comparación nacional . . . . .	35

# 1. Introducción

Los fondos mutuos facilitan la participación de los hogares en el mercado de capitales y les permiten invertir sus ahorros en portafolios diversificados y manejados profesionalmente. Al mismo tiempo, ofrecen acceso a un conjunto más amplio y diverso de inversionistas a las empresas que participan del mercado de capitales, aumentando el atractivo de participar en estos mercados (Klapper, 2004).

La industria de fondos mutuos chilena se ha desarrollado de manera importante en los últimos 20 años. Esto se ha reflejado en un aumento relevante tanto del volumen de activos que maneja como en el número de administradoras e inversionistas participantes.

A pesar de estos desarrollos, aún existe espacio de crecimiento para la industria de fondos mutuos chilena y capacidad de aumentar su penetración a través de hogares. En Chile, el tamaño de la industria como porcentaje del PIB se ha mantenido en niveles relativamente estables en los últimos 3 años y se mantiene por debajo del observado en países de la OECD y otras regiones de referencia, como Asia y Pacífico y la Zona Euro.

El mayor desarrollo de la industria y su penetración requiere abordar algunos desafíos. Entre ellos, la Comisión para el Mercado Financiero ha identificado que los costos de administración de los fondos mutuos chilenos, a pesar de haber ido declinando gradualmente, son aún comparativamente altos relativo a un grupo relativamente amplio de países (Berstein, 2023). Una reducción en los costos de administración se traducirían en una mayor rentabilidad neta para los hogares que invierten en este tipo de instrumentos, aumentando su atractivo, y facilitando un mayor desarrollo de este segmento y del mercado de capitales.

La literatura académica ha identificado los costos regulatorios como un determinante relevante de los costos de administración (Khorana et al., 2005). Si bien la regulación de esta industria es necesaria para garantizar la seriedad y compromiso de quienes buscan participar de una industria orientada a ofrecer productos financieros a inversionistas minoristas, es importante que la magnitud de los costos impuestos sea proporcional a los diversos objetivos buscados. En la búsqueda de tal equilibrio, la

experiencia comparada ofrece una importante guía.

Una de las componentes regulatorias de los costos de administración proviene del costo que tiene para las administradoras de fondos la constitución de capital mínimo y garantías requeridas por la ley y la regulación.

Este reporte realiza un análisis comparativo del tamaño e importancia de los costos de constitución de capital mínimo y garantías para Chile y diversas jurisdicciones en países desarrollados y emergentes y cuantifica su importancia como componente de los costos de administración de un gran número de fondos bajo distintos supuestos.

A partir de este análisis, el reporte muestra que Chile destaca por la alta importancia de los costos de capital mínimo y garantías respecto a todas las jurisdicciones de comparación consideradas. Aún bajo supuestos conservadores, la mediana del costo asociado a estas componentes en Chile a través de fondos es de 30 puntos base como porcentaje de los activos administrados. En el resto de las jurisdicciones analizadas, esta mediana es de 0,03 puntos base.

El análisis muestra que la alta importancia relativa de los costos de capital mínimo y garantías en Chile se debe en parte a que el tamaño del capital mínimo requerido para las administradoras es mayor que en la mayoría de las otras jurisdicciones analizadas. Por ejemplo, en Chile es actualmente de aproximadamente 190.000 dólares, mientras en Estados Unidos es de 100.000 dólares. Sin embargo, la principal diferencia radica en que el tamaño de las garantías que deben constituir las administradoras por fondo en Chile tiene un monto mínimo alto (380.000 dólares) y no tiene un monto máximo, sino que, una vez superado el efecto del monto mínimo, se mantiene constante como fracción de los activos administrados.

La comparación a través de países establece que la combinación de un nivel mínimo de garantías alto y que se mantiene como fracción de los activos administrados—sin tener un tope máximo, es inusual. De los países revisados, los Estados Unidos requieren garantías que aumentan con el tamaño de los fondos administrados, pero se aplican a cada administradora en vez de cada fondo y tienen un tope máximo. En la Unión Europea los fondos mutuos que invierten en instrumentos tradicionales no requieren garantías adicionales al capital mínimo exigido. En Australia, las garantías son proporcionales a los ingresos esperados y también tienen un monto máximo. En

Brasil, no hay requerimiento de garantías pero el capital mínimo es proporcional a los fondos administrados por la compañía. Sin embargo, la proporcionalidad es de un 0,2% de los activos, un orden de magnitud menor que en Chile.

El reporte también argumenta que además de su tamaño, en Chile los costos asociados a la constitución de garantías mínimas son una potencial fuente de asimetría competitiva. Esto debido a que las instituciones que ofrecen este tipo de garantías son los bancos y compañías de seguros y que varias de las más importantes administradoras de fondos son filiales bancarias. En ese contexto, es razonable suponer que el cobro que hace un banco a una filial por proveer una garantías puede diferir de aquel que ofrece a una institución no afiliada. Dado el tamaño de las garantías requeridas, estas diferencias de costos pueden resultar en una ventaja relativa para las administradoras bancarias.

Con todo, este documento argumenta que los costos de constituir garantías representan una barrera a la disminución de los costos de administración en Chile y que su moderación puede traducirse en beneficios para los hogares y empresas y un mayor desarrollo del mercado de capitales chileno. Al mismo tiempo, su moderación nivelaría la cancha respecto a las condiciones enfrentadas por fondos domiciliados fuera de Chile, a los cuales cada vez más chilenos pueden acceder directamente.

El resto del reporte está estructurado de la siguiente forma. La sección 2 caracteriza la industria de fondos mutuos en Chile y su evolución durante los últimos 20 años. La sección 3 discute la relación entre el desarrollo de la industria de fondos mutuos y el desarrollo del mercado de capitales. La sección 4 discute la regulación de la industria de fondos mutuos en el mundo y en Chile. La sección 5 analiza cuantitativamente el rol del capital mínimo y garantías como determinantes de los costos de administración en Chile y jurisdicciones seleccionadas. La sección 6 presenta las principales conclusiones del análisis y las sugerencias de política económica para abordar los problemas identificados.

## 2. La industria de fondos mutuos en Chile

### 2.1. Tamaño de la industria

El tamaño de la industria de fondos mutuos en Chile ha crecido considerablemente en los últimos 20 años, pero aún se mantiene debajo de países con mercados financieros más desarrollados y de otros países emergentes de referencia. Los activos administrados por la industria aumentaron desde casi 5 % del PIB en el año 2000 a alrededor de 20 % del PIB el año 2023 y el número de participantes aumentó desde menos de 100,000 en el 2000 hasta alrededor de 3,5 millones el 2024 (Figura 1a). Si bien el número de participantes puede no reflejar adecuadamente el nivel de penetración de este tipo de instrumentos debido a la posibilidad de doble conteo, información de la Encuesta Financiera de Hogares del Banco Central de Chile igualmente muestra que la fracción de hogares encuestados que declara tener alguna inversión en fondos mutuos o de inversión aumentó desde un 2 % en 2011 a 7,5 % el 2021.<sup>1</sup>

A pesar de estos importantes avances, una comparación internacional muestra que hay aún espacio para mayor desarrollo. A fines del 2023 el tamaño de la industria chilena estaba bajo el promedio de los países OCDE, de países de referencia como Australia y Nueva Zelanda, y de otros mercados emergentes como Brasil y Sudáfrica (Figura 1b).<sup>2</sup> En términos de penetración en los hogares de este tipo de instrumentos, el 13 % de los hogares en Europa mantenía inversiones en fondos mutuos en 2021, llegando a casi el doble de la tenencia de 7,5 % observada en Chile. A través de países, la tenencia de fondos mutuos de los hogares en Chile es similar a la observada en la República Checa y algo por debajo de la de España. Similarmente, en Estados Unidos, la tenencia de fondos mutuos llega a un 12 %, aunque en este caso la tenencia

---

<sup>1</sup>El número de partícipes debe ser considerado con cuidado ya que no consolida a través de fondos. Es decir, un participante que tiene inversiones en múltiples fondos o administradoras es contado en múltiples ocasiones. En la medida que no haya una tendencia a mayor duplicación en el tiempo, esta medida provee información de la penetración de este tipo de instrumentos. Sin embargo, de haber una relación entre el crecimiento de la industria y la duplicación, esta métrica puede sobredimensionar la penetración de la industria.

<sup>2</sup>En el caso de los países OECD de Europa, es importante recordar que muchos fondos distribuidos en Europa están domiciliados en Irlanda y Luxemburgo, por lo que el ratio aquí reportado subestima el verdadero tamaño de la industria. Para una comparación más efectiva con el tamaño de la industria en Europa se debe mirar la barra correspondiente al consolidado de este grupo de países en la Figura 1b

directa de acciones es comparativamente alta (21 %).

## 2.2. Estructura de la industria

El número de administradoras de fondos en Chile también ha aumentado, desde 10 en el año 2000 a 23 en el año 2024. Sin embargo, el mayor incremento tuvo lugar a comienzos de los 2000, llegando a 20 el año 2005, luego de lo cual ha fluctuado alrededor de ese número (Figura 2a). A pesar del mayor número de administradoras, la concentración del mercado es alta, con las cinco mayores administradoras—todas filiales bancarias—administrando el 70 % de los fondos de la industria (2b). Adicionalmente, la concentración de la industria ha aumentado en los últimos 8 años, medida tanto por el índice de Herfindhal como por la participación de las cinco administradoras de mayor tamaño.

Finalmente, tal como ha notado recientemente la Comisión para el Mercado Financiero, los costos de administración en Chile son comparativamente altos respecto a los observados en otras jurisdicciones de referencia (Berstein, 2023). La comparación de costos de administración a través de jurisdicciones no es trivial, ya que debe controlar adecuadamente por una serie de características del fondo que influyen en los costos de administración, tales como el tipo de activo subyacente o el tamaño del fondo, para no atribuir diferencias de composición de la industria a través de países a diferencias en costos de administración.

Para realizar adecuadamente esta comparación, se recolectaron datos de 106.825 fondos domiciliados en 53 países avanzados y emergentes desde LSEG Lipper a enero 2025.<sup>3</sup> Estos datos incluyen los identificadores del fondo, el país de domicilio, los activos administrados (AUM), el tipo de fondo (accionario, bonos, mixto, etc.) y el costo total de administración (*Total Expense Ratio*). Con esos datos, se estimó la siguiente regresión lineal por mínimos cuadrados ordinarios:

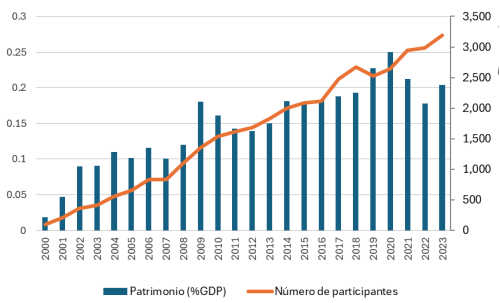
$$TER_{i,t,c} = \alpha + \sum_{Tipo} \theta_{Tipo} I[t = Tipo] + \sum_{Pais} \theta_{Pais} I[c = Pais] + \beta \log(Activos) + \epsilon_{i,t,c} \quad (1)$$

---

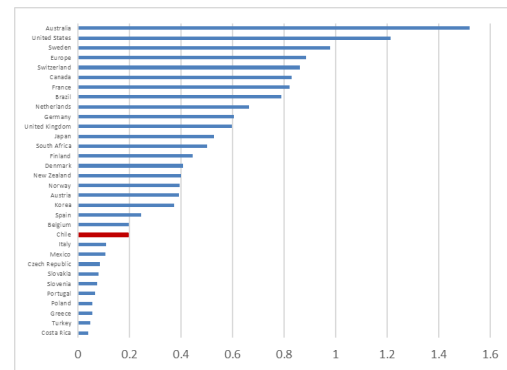
<sup>3</sup>El Apéndice A.2.1 de este reporte describe en detalle la recolección de datos y composición de la muestra.

Figura 1: Evolución del tamaño de la industria de fondos mutuos en Chile y comparación con otros países

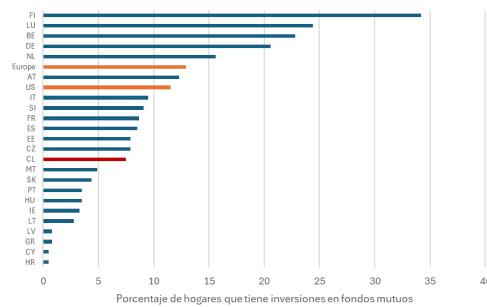
(a) Evolución del Tamaño y participantes de la Industria de Fondos Mutuos , Chile



(b) Tamaño Chile, OECD y Emergentes Seleccionados (% PIB)



(c) Tenencia de Fondos Mutuos Chile, Europa y Estados Unidos

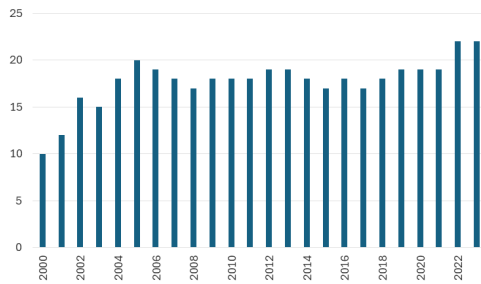


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión para el Mercado Financiero (Panel (a)), International Investment Fund Association, Quarterly International WorldWide Report (Panel (b)), y de la Encuesta Financiera de Hogares del Banco Central de Chile 2021, European Household Finance and Consumption Survey, 2021, y United States Survey of Consumer Finances, 2022 (Panel (c)).

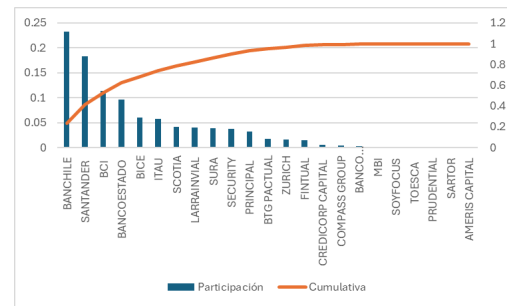


Figura 2: Número de Administradoras, Participaciones y Concentración de Mercado en Chile

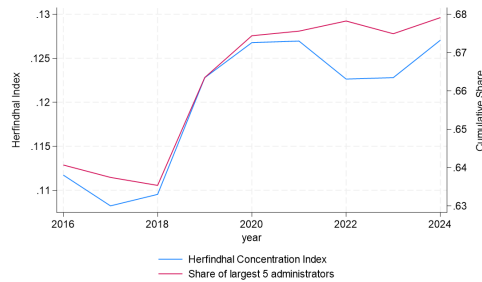
(a) Evolución del número de administradoras



(b) Participación de mercado de cada administradora

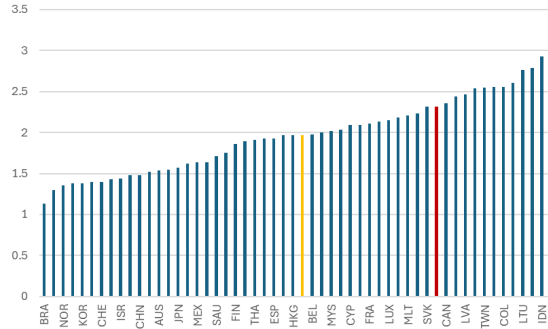


(c) Evolución de la Concentración de la Industria de Fondos Mutuos en Chile (2016-2024)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión para el Mercado Financiero.

Figura 3: Tasa de costos fondos accionarios  
Chile y otros países



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de LSEG Lipper.

Donde  $TER_{i,t,c}$ , el *Total Expense Ratio*, corresponde a los costos totales de administración del fondo  $i$ , de tipo  $t$ , domiciliado en el país  $c$ . Los coeficientes  $\theta_{Tipo}$  y  $\theta_{Pais}$  capturan los efectos fijos comunes a todos los fondos de un determinado tipo y domiciliados en un mismo país, respectivamente. El coeficiente  $\beta$  captura la relación entre el tamaño del fondo y los costos totales de administración, y permite limpiar por efectos de tamaño. En este modelo econométrico simple, los coeficientes  $\theta_{Pais}$  capturan la componente del costo de administración de un fondo dado que es atribuible únicamente a su país de domicilio.

La Figura 3 muestra la distribución de costos totales de administración de un fondo accionario a través de países que se deriva de la estimación de la Ecuación (1). Chile se ubica en el percentil 77 de la distribución de costos, ubicando el lugar 41 entre los 53 países considerados, con costos de administración 40 puntos base más alto que el promedio de este grupo de países. Esto ratifica la visión planteada por la CMF respecto al relativamente alto costo de administración de los fondos en Chile, en una muestra más amplia de países que la considerada anteriormente.

Existe además amplia dispersión en los costos de administración a través de administradoras en Chile. Al igual que las comparaciones a través de países, una comparación adecuada de las diferencias en costos de administración a través de administradoras requiere controlar por distintas características de los fondos que pueden afectar los costos. Para los fondos chilenos se cuenta con algunas características adicionales y una clasificación más granular de los tipos de fondos a partir de datos de la Asocia-

ción de Administradoras de Fondos Mutuos por las cuales es posible controlar para identificar adecuadamente diferencias de costos entre administradoras.<sup>4</sup> En este caso, el modelo econométrico estimado fue el siguiente:

$$\begin{aligned}
TAC_{i,t,m,a} = & \alpha + \sum_{Tipo} \theta_{Tipo} I[t = Tipo] + \sum_{Admin} \theta_{Admin} I[a = Admin] \\
& + \sum_{Moneda} \theta_{Moneda} I[m = Moneda] + \theta_{APV} I[i \in APV] \\
& + \beta \log(Activos) + \gamma \log(Monto Min) + \delta \log(Num Part) + \epsilon_{i,a,c} \quad (2)
\end{aligned}$$

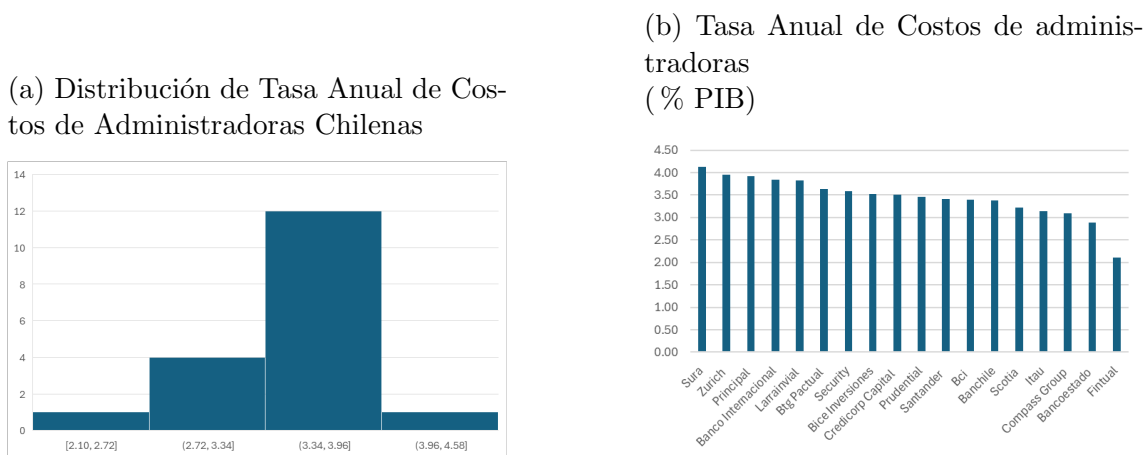
donde  $TAC_{i,t,m,a}$  es la *Tasa Anual de Costos* del fondo  $i$  de tipo  $t$  en moneda  $m$  de la administradora  $a$ . En este caso, los coeficientes  $\theta_{Admin}$  capturan la componente de los costos que son específicos a cada administradora para un tipo de fondo y características determinadas. La Figura 4a muestra la distribución a través de AGFs de la tasa anual de costos para un fondo accionario nacional, en pesos, no destinado a APV, sin monto mínimo y con un tamaño y número de participantes iguales a la mediana a través de fondos. Se observa una importante dispersión de costos, con un mínimo de 2.1 %, una media y mediana de alrededor de 3.5 % y un máximo de 4.1 %, correspondiente a casi el doble del costo mínimo. La Figura 4b compara los costos estimados a través de las administradoras incluidas en los datos de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos.<sup>5</sup>

Con todo, el panorama general que emerge es que la industria de fondos mutuos chilena tiene un tamaño razonable para el nivel de desarrollo del país, pero con espacio de crecimiento y con una concentración y costos de administración relativamente altos. Si bien los últimos parecen haber estado decreciendo ligeramente en el tiempo, la concentración de la industria ha aumentado en años recientes. Existe además una importante dispersión en los costos de administración a través de participantes, con los costos más altos llegando a aproximadamente el doble de los más bajos.

<sup>4</sup>El Apéndice A.2.2 de este reporte describe la fuente de datos y las características de la muestra usada

<sup>5</sup>El ranking específico mostrado a través de AGFs puede diferir ligeramente dependiendo de los detalles del modelo estimado a partir de la Ecuación (2). Sin embargo, esas variaciones se circunscriben a una posición más arriba o abajo.

Figura 4: Tasa Anual de Costos Administradoras Generales de Fondos de Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile (ver Apéndice A.2.2).

### 3. La industria de fondos mutuos y el desarrollo del mercado de capitales

Tanto a través como dentro de países existe una asociación entre el tamaño de la industria de fondos mutuos y el tamaño del mercado accionario y de bonos. Establecer la causalidad de esta relación es imposible en ausencia de experimentos naturales o variables instrumentales, y la literatura académica no ha estudiado en profundidad este aspecto. Sin embargo, lo más probable es que la relación sea bidireccional: un mercado accionario más desarrollado facilita el crecimiento de la industria de fondos mutuos y viceversa. Adicionalmente, la evolución de otros factores, tales como el ambiente regulatorio e institucional, puede incidir simultáneamente en ambos.

La Figura (5) muestra la relación entre el tamaño de la industria de fondos mutuos y la capitalización del mercado accionario (Figura 5a), de bonos corporativos (Figura 5b), y de bonos soberanos (Figura 5c), construida a partir de datos de la *Global Financial Development Database* del Banco Mundial. Los puntos en rojo corresponden a Chile y los marcados en azul, al resto de países para los cuales hay datos en la base de datos indicada.

Los distintos paneles muestran una asociación positiva tanto a nivel de países como

dentro de Chile en el tiempo. Respecto a las tendencias promedio, se observa que el tamaño de la industria de fondos mutuos chilena es algo menor que lo predicho por el tamaño de su mercado accionario, y relativamente acorde con el tamaño de su mercado de bonos corporativos y soberanos. De esta forma, al menos desde la perspectiva del mercado accionario local, pareciese haber algo de espacio de desarrollo para la industria.

De la misma manera, varios estudios han documentado que los costos de administración de fondos mutuos caen a medida que el tamaño de los fondos, y por ende de la industria, crecen (Khorana et al., 2005; Ramos, 2009). Esto nuevamente refleja una relación bidireccional que captura economías de escala y también que a medida que el costo de administración de los fondos cae, estos pueden atraer más recursos.

Esta asociación también es aparente en la Figura (5d) que grafica la componente de país de los *Total Expense Ratios* estimadas a partir de la Ecuación (1) versus el tamaño de la industria de fondos mutuos en estos países. Países con industrias más desarrolladas tienden a tener menores costos de administración.

En conclusión, si bien es difícil establecer causalidad, la evidencia sugiere que altos costos de administración pueden obstaculizar el crecimiento de la industria de fondos mutuos y que el menor crecimiento de esta industria puede ralentizar el desarrollo del mercado financiero.

## **4. La regulación de la industria de fondos mutuos**

### **4.1. Marco conceptual**

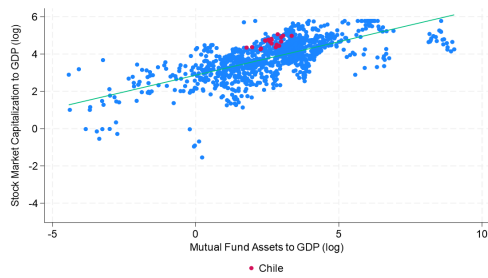
La visión sectorial de la regulación financiera distingue dos pilares: regulación de conducta y prudencial (Taylor and Innovation, 1995; Carletti and Smolenska, 2017)

#### **4.1.1. Regulación prudencial**

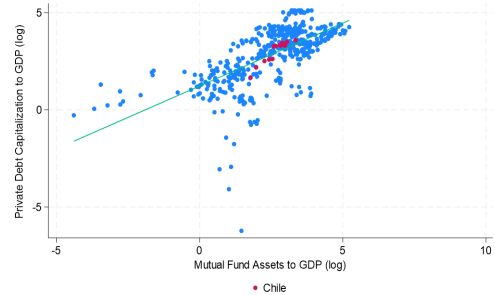
En términos muy generales, la regulación prudencial está orientada a que los intermediarios financieros tengan una gestión de riesgos prudente en su actuar en representación de los inversionistas que les confían sus recursos, de manera tal que

Figura 5: Tamaño de la industria de fondos mutuos, desarrollo del mercado accionario, de bonos, y costos de administración

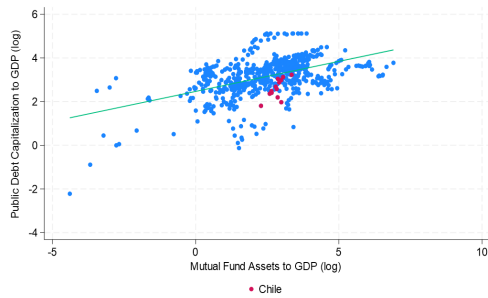
(a) Capitalización de mercado accionario y tamaño de la industria de fondos mutuos. Chile y resto del mundo



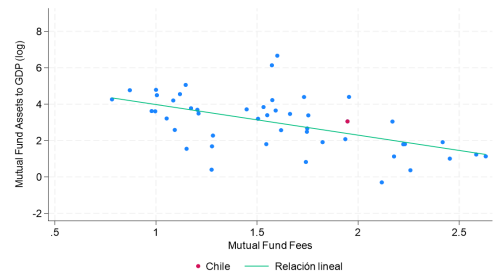
(b) Capitalización de mercado de bonos corporativos doméstico y de la industria de fondos mutuos. Chile y resto del mundo



(c) Capitalización de mercado de bonos soberanos doméstico y de la industria de fondos mutuos. Chile y resto del mundo



(d) Costos de administración y tamaño de la industria de fondos mutuos. Chile y resto del mundo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial (*Global Financial Development Database*) y de LSEG Lipper (ver Apéndice A.2.1).

puedan cumplir con los compromisos adquiridos con ellos. Este tipo de regulación usualmente aplica a intermediarios financieros apalancados tales como bancos y compañías de seguros, que mantienen pasivos con los inversionistas que les proveen los fondos. Entre los riesgos cubiertos, usualmente se consideran los riesgos de crédito, mercado, liquidez, operacional, y de contraparte.

Históricamente, las administradoras de fondos no ha sido objeto de regulación prudencial. Esto debido a que los aportantes a los fondos mutuos y de inversión son accionistas de estos y, por lo tanto, los fondos no tienen un pasivo con ellos ni tienen apalancamiento. Similarmente, los retiros de fondos que puedan hacer los aportantes se realizan a valor de mercado, por lo cual, en principio no debiese haber riesgo de liquidez.

Sin embargo, en los últimos años, varios organismos internacionales han abogado porque se les someta a alguna forma de regulación de liquidez y a requerimientos de información respecto de sus niveles de apalancamiento sintético (Board, 2016, 2023).

El interés por de estos organismos por imponer regulación de liquidez se debe a la creciente expansión de los fondos mutuos a instrumentos de inversión de baja liquidez (e.g. activos alternativos). Esto puede generar tensión con los plazos establecidos para el pago de los retiros de cuotas por parte de los inversionistas, dando lugar a la posibilidad de corridas en contra de los fondos y espirales de precios con características sistémicas (Jotikasthira et al., 2012).

Las preocupaciones de los reguladores respecto al apalancamiento de los fondos mutuos surgen del creciente uso de derivados por parte de los administradores de estos fondos. Si bien estos instrumentos permiten obtener exposición a ciertos riesgos (e.g. precios de commodities) a bajo costo y en mercados de alta liquidez, ellos también generan pasivos potenciales con la contraparte del derivado, dando lugar a apalancamiento sintético. Al momento, la mayoría de las jurisdicciones no impone requerimientos regulatorios cuantitativos al apalancamiento sintético. Sin embargo, un creciente número de ellas han establecido estándares para el cálculo de apalancamiento y requerimientos de información al regulador.

### 4.1.2. Regulación de conducta

La regulación de conducta busca evitar que los participantes del sistema financiero que actúan como agentes aprovechen su posición y las asimetrías de información presentes en estos mercados para obtener beneficios a costa de los inversionistas que participan en el sistema.

Este tipo de regulación es la que típicamente se aplica a las administradoras de fondos mutuos y de inversión, a los fondos administrados por estas, y también a los emisores de valores de oferta pública y asesores financieros, entre otros.

Para lograr su objetivo, la regulación de conducta usualmente establece requerimientos de registro para las entidades que participan del sistema que incluyen condiciones de intachable conducta anterior y de solvencia. Además, considera requerimientos de entrega de información fidedigna respecto de los productos financieros que se comercializan tanto al momento de la comercialización como a posteriori.

Por último, en el caso de los administradores de fondos, la regulación también usualmente establece el deber fiduciario de actuar en el mejor interés del inversionista.

### 4.1.3. Capital mínimo y garantías

Para garantizar una adecuada solvencia y cumplimiento del deber fiduciario, algunas jurisdicciones traducen el requerimiento de adecuada solvencia en exigencias de capital mínimo y solicitan también la constitución de garantías o pólizas de seguro a favor de los aportantes. Estas últimas están orientadas a que las administradoras cuenten con recursos para compensar a los aportantes por perjuicios atribuibles a negligencia profesional. De hecho, en muchas jurisdicciones, este tipo de requerimientos se denomina *Professional Indemnity Insurance* (Seguro de Indemnidad Profesional).

La Tabla 1 muestra los requerimientos de capital mínimo y garantías para Chile y un grupo de jurisdicciones seleccionadas que incluyen países avanzados y algunos países emergentes de la región.

A excepción de Nueva Zelanda, la mayoría de los países establece un monto de capital mínimo a quienes desean registrarse como administradores de fondos. Nueva Zelanda



establece la necesidad de adecuada solvencia, pero no establece montos específicos, dejando la evaluación de la adecuación al supervisor. Varias jurisdicciones establecen un piso para el capital mínimo, con niveles requeridos que aumentan en proporción a los activos totales administrados, alcanzando eventualmente un techo máximo (Unión Europea, Brasil, Australia). Otras simplemente establecen un monto mínimo a todo evento (Estados Unidos, Chile, Uruguay, México). La tabla también muestra que el requerimiento de capital mínimo exigido en Chile es comparativamente alto relativo a otras jurisdicciones.

No todas las jurisdicciones imponen requerimientos de garantías o seguro de indemnidad profesional y la mayoría de quienes lo hacen considera un techo al monto requerido. De esta forma, el costo de la garantía no solo decrece con el tamaño del fondo, sino que eventualmente pasa a ser una fracción muy pequeña de los costos en que incurre la administradora por gestionar un fondo.

La Tabla 1 muestra que la regulación chilena es inusual en exigir tanto capital mínimo como garantías y en que éstas últimas no tengan un monto máximo. Si bien esto permite cubrir pérdidas por mal comportamiento proporcionales al tamaño del fondo, al mismo tiempo hace que el costo de las garantías decrezca más lentamente con el tamaño del fondo y tenga una cota inferior comparativamente alta, contribuyendo significativamente a los costos de administración, como veremos en la sección 5.

Una posible explicación para solicitar garantías relativamente altas podría provenir de una mayor probabilidad o frecuencia de eventos de conducta inadecuada por los participantes del mercado financiero chileno respecto a otras jurisdicciones. Datos disponibles de *Violation Tracker Global* sugieren que este no es el caso. De acuerdo a esa fuente de datos, en el período 2010-2024, se registra en Chile solo una multa por violación al deber de protección al inversionista. En tanto, en Estados Unidos, durante el mismo periodo se registraron 375 de estas faltas y en Australia 70. Esto indica una mayor frecuencia en estas jurisdicciones, aún controlando por el número de fondos (ver Tabla 4)

Cuadro 1: Requerimientos de Capital Mínimo y Garantías  
Chile y Jurisdicciones Seleccionadas

País	Capital mínimo	Monto (US dollars)	Garantía	Forma	Tope
USA	Si	100.000	Si	Establecido por una tabla con un mínimo de 50.000 y un máximo de 2.500.000	2.500.000
Unión Europea	Si	$\min\{\max\{130000, 0.0002 * \text{No (AUM-130000)}\}, 10.000.000\}$	-	-	-
México	Si	50.000	No	-	-
Brasil	Si	$\max\{94000, 0.002 * \text{AUM}\}$	No	-	-
Australia	Si	$\min\{\max\{93000; 0.005 * \text{AUM}\}; 3.000.000\}$	Si	$\min\{\max\{1200000, \text{Ingreso}\}, 12000000\}$	12.000.000
Nueva Zelanda	No	-	Si	Razonable	-
Uruguay	Si	213.000	Si	213.000	213000
Canada	Si	70.000	Si	$\min\{0.01 * \text{AUM}, 17.500.000\}$	17.500.000
Chile	Si	190.000	Si	$\max\{380.000, 0.01 * \text{AUM}, \text{No a} * \text{AUM}\}$	

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes descritas en el Apéndice A.1.

## 5. Garantías y costos de administración

La literatura ha estudiado los determinantes de los costos de administración de fondos mutuos, encontrando evidencia de economías de escala y menores costos para fondos con inversiones mínimas más altas (Khorana et al., 2005; Ramos, 2009). Al mismo tiempo, países con ambientes regulatorios más favorables a los inversionistas tienden a tener menores costos de administración.

Una componente directa de los costos de administrar un fondo son los requerimientos de capital mínimo y garantías descritos en la sección previa y que la regulación exige a las administradoras de fondos, ya sea para constituirse y registrarse como tales o de manera continua en proporción a los fondos que administran.

Tal como se discutió en la sección anterior y se mostró en la Tabla 1, los requerimientos de capital mínimo exigidos en Chile son relativamente altos entre aquellas jurisdicciones que imponen un único monto, y la forma de constitución de las garantías, proporcionales a los fondos administrados y sin tope, es inusual y resulta en requerimientos que no decaen como fracción de los activos administrados.

Dado el nivel y forma de los requerimientos de capital y garantías en Chile, estos pueden constituir una fracción relevante de los costos totales de administración.

Para comparar la importancia de los costos de capital mínimo y garantías a través de jurisdicciones, se utilizó la misma información de 106.825 fondos domiciliados en 53 países avanzados y emergentes descrita en la sección 2.2. Con esta información se calculó para cada uno de los fondos y administradoras el requerimiento de capital mínimo y garantías aplicando las fórmulas correspondientes a la jurisdicción de domicilio, descritas en la Tabla 1.

En el cálculo de los costos asociados a los requerimientos, es importante considerar si ellos aplican a la administradora o a cada uno de los fondos administrados. El requerimiento de capital mínimo aplica en todos los casos a la administradora.

El requerimiento de garantías, usualmente aplica también a nivel de administradora, aunque en el caso de Chile aplica a nivel de fondo. En aquellos casos en que alguno de los requerimientos aplica a nivel de administradora, es necesario distribuir su costo a través de los fondos administrados. Esto puede hacerse de dos maneras: a pro-rata

por el tamaño del fondo o por número de fondos. La primera forma de cálculo es más favorable a los fondos de menor tamaño y viceversa. De esta forma, el prorrateo por activos es una estimación más conservadora que la segunda. Finalmente, la legislación chilena establece un tamaño de garantías que va entre 1% del tamaño de cada fondo y el monto que determine la Comisión para el Mercado Financiero a través de una Norma de Carácter General. Siguiendo con el uso de supuestos conservadores, se usará el valor de 1%.<sup>6</sup>

Para calcular el costo asociado al requerimiento de capital mínimo, se aplicó al monto de capital determinado el costo de capital patrimonial promedio de la industria financiera no bancaria (*financial services, non bank & insurance*) en el país correspondiente de acuerdo a los datos de *Cost of Capital by Industry Sector* reportados por Damodaran a enero 2025.<sup>7</sup> Dado que para facilitar la comparación internacional, los activos de los fondos están registrados en dólares, y manteniendo los supuestos conservadores, se utilizaron las componentes del costo de capital promedio ponderado en dólares reportadas en la fuente indicada. En el caso de Chile, este costo es de un 9,2%.

El costo de las garantías está determinado por la prima cobrada por el asegurador, ya sea un banco o compañía de seguros generales. Una aproximación también conservadora de este costo es el costo de endeudamiento de empresas del sector financiero no bancario, el cual también se obtuvo, para cada país, de la base de datos de Damodaran.<sup>8</sup> Para Chile y otros países emergentes, el costo reportado por Damodaran es de un 7,4%. Esta cifra es conservadora, ya que está por debajo del costo de líneas de crédito de libre disposición o rotativas, que usualmente en Chile está en los dos dígitos.

---

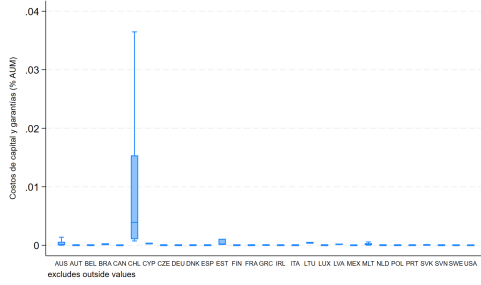
<sup>6</sup>Actualmente, estos requerimientos están regulados por la Norma de Carácter General 526, del 23 de diciembre del 2024. En esta norma, el máximo requerimiento corresponde a un 1,2% del valor de los activos.

<sup>7</sup>Estos datos contienen información de las distintas componentes del costo de capital promedio ponderado para distintas industrias en distintos países o grupos de países. Para Chile y otros países emergentes se usaron los datos de países emergentes. Para Estados Unidos y Europa, los correspondientes a cada región. Para Australia, los reportados para el grupo de Australia, Nueva Zelanda, y Canadá. Los datos pueden accederse en [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

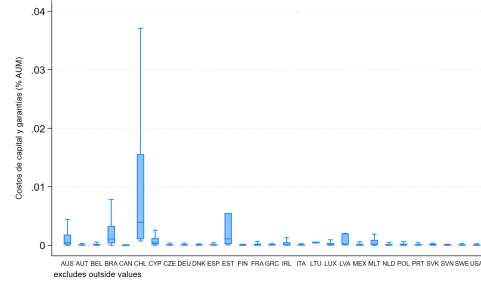
<sup>8</sup>Los valores estimados tanto para el costo de capital como para el costo de deuda de empresas financieras no bancarias provienen de Damadoran

Figura 6: Distribución de costos de capital mínimo y garantías a través de fondos por jurisdicción

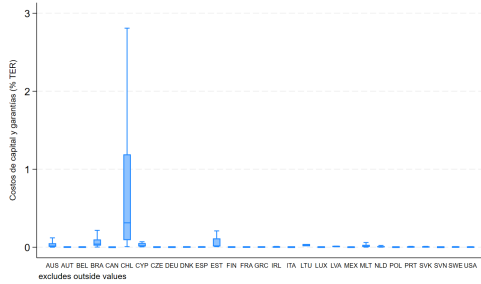
(a) Como fracción del tamaño del fondo  
Pro-rateo por activos



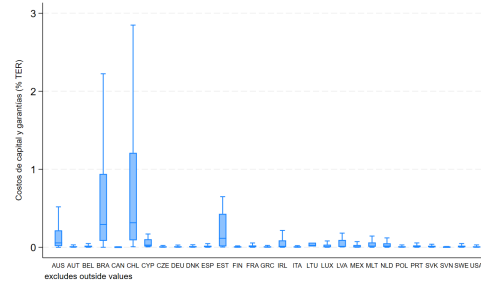
(b) Como fracción del tamaño del fondo  
Pro-rateo por número de fondos



(c) Como fracción de los costos totales de administración



(d) Como fracción del tamaño del fondo  
Pro-rateo por número de fondos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de LSEG Lipper.

Bajo estos supuestos, la Figura 6 muestra la distribución a través de fondos del costo del capital mínimo y garantías como fracción del tamaño del fondo (Figuras 7 y 6b) y del costo total de administración (Figuras 6c y 6d) en Chile y las jurisdicciones cubiertas en la Tabla 1 con las dos formas de pro-rateo y como fracción del tamaño del fondo y de los costos totales de administración (*Total Expense Ratio*). La figura reporta una caja por país que muestra el rango entre el percentil 25 y 75 de cada medida dentro de cada país. La línea horizontal indica la mediana dentro de cada país. El detalle de los estadísticos de los costos por país y método de estimación se reporta en Tabla 2.

Como es aparente, bajo cualquier supuesto, el costo total de capital y garantías es significativamente más alto en Chile que en el resto de las jurisdicciones cubiertas, con una mediana de alrededor de 40 puntos base como fracción de los activos ad-

ministrados, bajo las dos formas de pro-rateo, y de 30% de los costos totales de administración. Esto contrasta fuertemente con lo observado en otras jurisdicciones, donde los costos de capital mínimo y garantías corresponden a fracciones de puntos base y no llegan al 1% de los costos totales de administración. Las diferencias a través de formas de pro-rateo son menores en Chile debido a que los costos de garantías están establecidos por fondo, por lo cual el pro-rateo no los afecta. El único caso similar al de Chile es de Brasil cuando se miden los costos como fracción de los costos totales de administración y se pro-ratean por fondo. Esto se debe a que esta forma de pro-rateo es menos favorable a los fondos más pequeños y a que los costos de administración en Brasil son comparativamente bajos (ver Figura 6c).

La Tabla 2 también muestra que, en Chile, el costo de capital mínimo y garantías como fracción de los activos administrados tiene un piso alto, de alrededor de 7,5 puntos base, correspondiente aproximadamente a aplicar el costo de deuda de 7,4% al requerimiento de 1% de los activos administrados por fondo.

Cuadro 2: Distribución de los costos de capital mínimo y garantías como fracción de activos totales y de costos totales de administración  
Chile y países seleccionados

País	Costos como fracción TNA (por dólar)					Costos como fracción TNA (por fondo)					Costos como fracción TER (por dólar)					Costos como fracción TER (por fondo)				
	(puntos base)		P25		P90	(puntos base)		P25		P90	(puntos base)		P25		P90	(puntos base)		P25		P90
	Mediana	P10	P25	P75	P90	Mediana	P10	P25	P75	P90	Mediana	P10	P25	P75	P90	Mediana	P10	P25	P75	P90
AUS	1.1	0.4	0.5	6.0	6.8	4.8	0.3	1.3	18.9	77.1	158.3	37.0	54.6	514.4	960.5	564.9	43.3	156.1	2172.7	8419.7
AUT	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.1	0.2	1.5	6.1	16.4	9.5	11.9	28.8	44.7	43.5	6.9	16.8	137.7	524.2
BEL	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.8	0.1	0.2	2.5	13.8	14.4	10.0	11.2	25.2	50.0	67.4	6.2	17.3	206.2	1306.4
BRA	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	10.8	1.0	3.2	33.4	101.4	408.9	102.2	204.4	994.6	2300.0	2923.9	224.8	820.9	9406.9	31493.9
CHL	29.2	7.5	8.6	117.5	339.5	29.8	7.5	8.1	120.1	347.6	2323.3	482.4	742.5	9095.4	32020.9	2362.6	484.6	739.0	9331.8	33835.9
CYP	2.9	1.6	2.9	3.2	4.3	4.1	1.2	1.6	12.3	25.7	189.3	88.1	102.0	529.9	701.4	285.4	80.2	102.0	1037.1	1705.7
CZE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.1	0.2	1.7	5.5	13.5	8.4	10.0	20.2	34.8	36.8	5.1	10.5	100.9	359.9
DEU	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.1	0.2	1.6	5.6	13.3	8.3	10.4	19.8	32.1	40.7	6.4	16.6	127.0	455.7
DNK	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.1	0.2	1.1	3.0	21.7	12.2	14.2	40.4	72.1	52.2	9.4	21.3	151.4	381.6
ESP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	0.1	0.2	1.9	6.3	18.6	9.1	11.8	38.8	78.8	62.9	7.8	20.2	201.3	597.4
EST	1.5	1.5	1.5	11.1	1292.7	11.1	0.6	2.0	55.1	1292.7	162.2	69.3	111.3	1132.0	2092.7	1153.3	30.7	122.3	4290.3	6488.0
FIN	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.8	2.6	15.2	8.3	11.0	28.6	50.5	33.5	6.7	13.6	84.6	226.3
FRA	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.8	0.1	0.3	3.0	16.9	16.3	8.9	11.1	34.4	97.8	64.5	8.2	20.5	235.3	1513.2
GRC	0.2	0.2	0.2	0.6	2.8	0.6	0.1	0.2	1.5	6.7	17.1	7.6	12.8	36.1	135.5	33.9	6.3	14.3	108.1	433.5
IRL	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	0.1	0.2	6.3	86.4	20.2	9.8	12.6	49.3	143.3	126.3	9.4	28.3	887.5	11318.3
ITA	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.2	1.3	4.9	13.7	9.4	11.5	19.1	32.6	29.1	6.3	12.3	96.3	325.3
LTU	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	3.9	3.5	3.5	6.2	6.2	298.8	122.9	122.9	409.7	409.7	245.9	112.3	112.3	593.7	593.7
LUX	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.1	0.2	4.5	79.0	13.5	8.3	10.4	22.4	47.0	58.7	6.3	17.3	337.4	5526.2
LVA	1.4	1.4	1.4	2.2	2.2	2.4	0.8	0.8	20.1	20.4	89.0	63.8	73.4	123.0	125.2	115.6	44.6	53.0	945.9	1067.6
MEX	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	2.5	14.5	4.0	0.6	1.1	20.0	57.5	46.9	0.9	4.7	294.8	1488.2
MLT	1.1	0.2	0.8	3.5	17.9	1.8	0.5	0.7	8.9	28.8	103.6	18.1	40.4	308.4	1441.0	155.1	33.1	71.5	621.6	4788.5
NLD	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.1	0.2	2.2	6.4	52.3	19.1	26.7	112.2	202.0	159.9	17.5	43.1	514.8	2410.0
POL	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.7	0.1	0.3	2.7	6.5	10.4	7.0	8.5	19.2	40.7	37.3	5.7	14.3	130.7	356.6
PRT	0.2	0.2	0.2	0.3	0.8	0.6	0.1	0.2	2.0	6.3	22.3	9.3	12.5	50.1	181.1	62.9	9.0	24.3	239.4	799.2
SVK	0.2	0.2	0.2	0.8	2.5	1.0	0.1	0.3	2.5	6.5	13.6	6.3	10.9	74.1	291.4	61.8	2.9	18.5	195.5	395.5
SVN	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	1.0	1.2	9.6	8.6	9.0	10.1	21.3	17.0	5.0	7.7	48.3	98.1
SWE	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.1	0.1	1.3	4.8	19.1	6.2	12.9	41.2	80.8	50.4	6.2	17.4	202.7	556.5
USA	0.0	0.0	0.0	0.2	1.1	0.2	0.0	0.0	1.0	4.5	6.2	0.4	1.5	30.2	114.0	24.2	1.0	4.6	126.0	479.2

Fuente: Elaboración propia en base a los datos descritos en el Apéndice A.2.1

Además del alto nivel promedio, otra característica que destaca de Chile es la alta dispersión de la importancia de los costos de capital mínimo y garantías a través de fondos. Esto se debe a que, si bien el costo de capital mínimo es determinado a nivel de administradora—como en el resto de las jurisdicciones—en Chile el costo de garantías varía a través de fondos mientras en las otras jurisdicciones varía sólo a través de administradora.<sup>9</sup>

La Figura 7 muestra que la importancia de los costos de capital mínimo y garantías en Chile decrece con el tamaño del fondo.<sup>10</sup> Esto se debe a la mayor importancia relativa de los montos mínimos absolutos de capital y garantías para fondos relativamente más pequeños. Esto implica que las administradoras con fondos relativamente más grandes tendrán costos de capital mínimo y garantías relativamente más bajos como fracción de los activos administrados. Sin embargo, la caída en los costos con el tamaño se debe fundamentalmente a la relevancia de la componente fija del capital mínimo y garantías. El piso de la relación está determinado por el requerimiento de garantía como fracción de los activos y es comparativamente alto relativo a otras jurisdicciones.

Dado que las administradoras de mayor tamaño en Chile son filiales bancarias, esto sugiere que los costos de capital mínimo y garantías son probablemente menos relevantes para estas administradoras. En efecto, como se observa en la Tabla 3, el promedio del costo de capital mínimo y garantías como fracción de los activos para fondos no bancarios es 15 puntos base más alto y la mediana es 8 puntos base más alta que para fondos de filiales bancarias. Como fracción de los costos totales de administración, la diferencia en medianas entre los dos grupos es de 3 puntos porcentuales, aunque las medias son similares. Es importante notar, sin embargo, que solo la diferencia de medias es estadísticamente significativa a niveles convencionales. Adicionalmente, estas diferencias se explican por diferencias de tamaño entre los dos grupos de administradoras. Una vez que se controla por tamaño, las diferen-

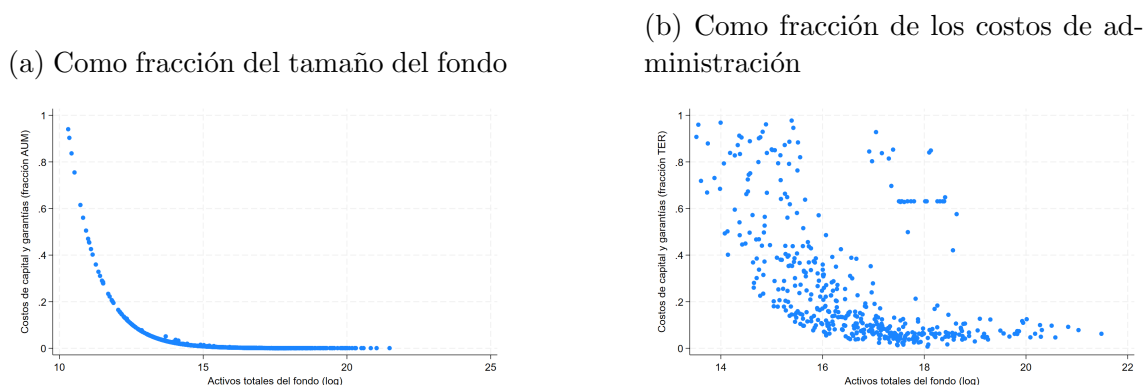
---

<sup>9</sup>De esta forma, los costos totales como fracción del tamaño del fondo para otras jurisdicciones son constantes para los fondos de una misma administradora cuando se prorratan por tamaño del fondo. Al prorratar los costos por número de fondos, los fondos chilenos no presentan cambios, pero para las otras jurisdicciones se introduce una fuente adicional de variación, aumentando su dispersión, como se ve en la Figura 6b

<sup>10</sup>La figura muestra solamente los resultados pro-rateando por activos, los resultados pro-rateando por fondo son cualitativa y cuantitativamente similares



Figura 7: Costos de capital mínimo y garantías versus tamaño del fondo en Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de LSEG Lipper.

Cuadro 3: Comparación de costos de capital y garantías Administradoras bancarias y no bancarias

	Costo de capital y garantías como fracción de:			
	Activos totales		Costos de administración	
	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
No Bancaria	0.0049	0.0023	0.232	0.132
Bancaria	0.0038	0.0017	0.238	0.131
Total	0.0042	0.002	0.237	0.131
Diferencia (No Bancaria - Bancaria)	0.0011**	0.0007*	0.006	-0.002

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de LSEG Lipper. \*\*, \* Denotan que la diferencia entre los dos grupos es significativa al 5% y 10% de confianza, respectivamente

cias entre los dos grupos desaparecen. Debe notarse, sin embargo, que es razonable suponer que el tamaño depende en alguna medida de los costos de administración.

Las diferencias reportadas en la Tabla 3 no consideran posibles diferencias en el costo de las garantías entre administradoras que son filiales bancarias y el resto. Como se mencionó anteriormente, en Chile, las garantías exigidas a las administradoras de fondos pueden ser constituidas en efectivo, o con boleta de garantía emitida por un banco o una compañía de seguros. Dado que la obtención de estas garantías es negociada bilateralmente entre la administradora de fondos y el proveedor de la garantía, es razonable suponer que los bancos puedan ofrecer estas garantías a sus filiales en mejores condiciones que a otras administradoras. Por ejemplo, simplemente suponiendo que los bancos otorgan la garantía a sus filiales a su costo de capital promedio ponderado en vez del costo de capital patrimonial, el costo por unidad

de garantía para sus filiales caería en casi un punto porcentual (6,56 % vs 7,38 %) resultando en un aumento de las diferencias entre grupos de 1 punto base como fracción de activos totales y de 60 puntos base como fracción del costo total. Si bien las diferencias resultantes son menores, el supuesto de que el costo para las filiales bancarias es simplemente un 1 punto porcentual menos que para otras entidades es muy conservador. Una diferencia de 10 puntos porcentuales resultaría en diferencias de 10 puntos base como fracción de los activos.

De acuerdo a fuentes de la industria, la forma más común de constituir las garantías es actualmente a través de pólizas de seguros. Estas pólizas, ofrecidas por compañías de seguros generales, exigen que el asegurado comprometa una *contrafianza* a nombre de la aseguradora, la cual puede corresponder a efectivo, boletas de garantía bancarias, etc. Estas contrafianzas, que conceptualmente se asemejan a un deducible prendado con anticipación, corresponderían a montos significativos del valor total asegurado, pudiendo llegar casi al 90 % de este. En el caso de las administradoras de fondos que son filiales bancarias, la contrafianza puede ser constituida con boleta de garantía del banco matriz. En esta situación es razonable suponer que el costo de la garantía se acercaría más al costo de capital patrimonial de las administradoras no bancarias y al costo de capital regulatorio de los bancos matrices para las filiales bancarias.

## 6. Conclusiones

Una industria de fondos mutuos desarrollada es una componente importante de un mercado de capitales desarrollado, y el costo de administración de los fondos es una variable clave para el atractivo de estos vehículos de inversión para los hogares.

La legislación chilena considera costos comparativamente elevados en el contexto internacional tanto para el capital mínimo como para el valor de las garantías. En este último caso, Chile es una de las pocas jurisdicciones donde las garantías constituidas no tienen un tope máximo. Esto se traduce en un costo por este ítem que es relevante como fracción de los activos administrados por un fondo y que será al menos parcialmente traspasado a los ahorrantes, reduciendo la rentabilidad neta de estos instrumentos y haciendo menos atractiva la inversión en fondos mutuos. Adi-

cionalmente, el costo de la constitución de estas garantías es muy probablemente más bajo para las administradoras filiales bancarias, desnivelando la cancha para las administradoras no bancarias.

En este contexto, es posible considerar algunas medidas de corto y mediano plazo para enfrentar esta situación y alinear las prácticas locales con las prevalentes en mercados de capitales más desarrollados:

- En el corto plazo, sería aconsejable que la Comisión para el Mercado Financiero, en ejercicio de sus atribuciones, mantenga el nivel de la garantía requerida cerca del mínimo legal de 1 % de los activos totales de cada fondo, de manera de no profundizar la ya alta relevancia de esta fuente de costos de administración. Esto es consistente con lo actualmente dispuesto en la Norma de Carácter General 526 que establece un máximo de 1,2 %. Asimismo, se podrían explorar mecanismos de constitución de garantías que mitiguen la potencial asimetría de costos entre las administradoras de fondos que son filiales bancarias y las que no lo son.
- En el mediano plazo, es deseable evaluar los requerimientos de garantías mínimas de la Ley 20.712 para alinearla con las prácticas internacionales. La reciente Ley 21.521 (Ley Fintec) avanzó en reducir los requerimientos base de capital mínimo a UF 5.000, aunque al mismo tiempo los hace proporcionales a los activos ponderados por riesgo financiero y operacional, dándoles una connotación prudencial. Sin embargo, no se abordó el tema del requerimiento de garantía más allá de excluir del requerimiento a administradoras con volúmenes muy bajos de negocios.

En adelante, parece relevante, considerar la racionalidad del requerimiento de garantía y su tamaño a la luz del marco regulatorio local e internacional. Si bien la industria de fondos mutuos en Chile está dominada por fondos domiciliados localmente, los inversionistas retail chilenos cuentan cada vez con más opciones para invertir directamente en fondos domiciliados fuera de Chile, ya sea a través de ETFs que se listan en la bolsa local o a través de servicios de inversión exterior ofrecidos por bancos y corredoras. De profundizarse esta tendencia, los altos costos de garantías de los fondos locales los pueden poner en desventaja

para competir con sus pares externos. Un caso a considerar es el de la Unión Europea, donde existe un requerimiento de solvencia pero no de garantías (excepto para fondos que invierten en activos alternativos). Más allá del capital mínimo, el marco exige que la administradora cuente con suficientes recursos para cubrir riesgos operacionales. Los cambios introducidos recientemente por la Comisión para el Mercado Financiero para que los requerimientos de capital sean proporcionales al riesgo operacional va en una dirección similar y abre un espacio para reconsiderar la racionalidad del requerimiento de garantías.

Otra consideración relevante al momento de analizar la pertinencia de la garantía mínima es la próxima entrada en vigencia de la nueva Ley de Pensiones. Esta ley elimina el actual requerimiento de encaje de un 1 % del valor del fondo que las administradoras debían mantener invertido en este por un nuevo requerimiento correspondiente a un 30 % de las comisiones cobradas durante los últimos 12 meses. Tomando como referencia el estudio de la Asociación de AFPs que estimó las comisiones cobradas en el equivalente de un 0,63 % de los activos administrados, esto indicaría un encaje requerido de alrededor de 20 puntos base. Este valor dejaría en ventaja a las AFPs para ofrecer esquemas de ahorro previsional voluntario relativo a las administradoras generales de fondos que deben incurrir el costo de la garantía de alrededor de 100 puntos base.

Lo anterior indica que, más allá de la conveniencia de adoptar esquemas usados en jurisdicciones específicas, de mantenerse un requerimiento de garantías, la competitividad de la industria de fondos mutuos chilena en un contexto global y nacional requeriría que el establecimiento de un monto máximo y que el nivel de garantía como fracción de los activos totales del fondo sea menor al 1 % actualmente vigente.

## 7. Bibliografía

- Berstein, S. B. (2023). Fondos Mutuos: Tendencias de mercado y regulación.
- Board, F. S. (2016). Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities. Technical report.
- Board, F. S. (2023). Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds. Technical report.
- Carletti, E. and Smolenska, A. (2017). 10 years on from the Financial Crisis: Cooperation between Competition Agencies and Regulators in the Financial Sector. Technical report, OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs.
- Jotikasthira, C., Lundblad, C., and Ramadorai, T. (2012). Asset Fire Sales and Purchases and the International Transmission of Funding Shocks. *The Journal of Finance*, 67(6):2015–2050. \_eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.2012.01780.x>.
- Khorana, A., Servaes, H., and Tufano, P. (2005). Explaining the size of the mutual fund industry around the world\$. *Journal of Financial Economics*.
- Klapper, L. (2004). The development of mutual funds around the world. *Emerging Markets Review*, 5(1):1–38.
- Ramos, S. B. (2009). The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry. *European Financial Management*, 15(1):145–180. \_eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1468-036X.2007.00428.x>.
- Taylor, M. and Innovation, C. f. t. S. o. F. (1995). *"Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century*. CSFI (Series). Centre for the study of financial innovation.

## A. Apéndices

### A.1. Legislación y normativa relevante revisadas para distintos países

- Australia:
  - Capital Mínimo: Sección 912a(1)(d) del Corporations Act of 2001 y Regulatory Guide 166 de Australian Securities and Insurance Commission (ASIC)
  - Garantías: Sección 912b del Corporations Act of 2001 y Regulatory Guide 126 de Australian Securities and Insurance Commission (ASIC)
- Brasil:
  - Capital mínimo: Resolución 21 de Febrero 25, 2021 de la Comisión de Mercados y Valores (CMV) con las modificaciones introducidas por las resoluciones 166/22 y 167/22 de la misma institución.
- Canadá: En Canadá los requerimientos de registro para administradores de fondos varían por provincia, aunque hay varias definiciones comunes a través de ellas capturadas en los llamados National Instruments.
  - Capital Mínimo: Artículo 12.1, inciso 3 del National Instrument 31-103.
  - Garantías: Artículo 12.5, inciso 2, del National Instrument 31-103.
- Chile:
  - Capital Mínimo: Ley 20.712, implementada a través de la Sección I.A de la NCG 526 de la Comisión para el Mercado Financiero.
  - Garantías: Ley 20.712, implementada a través de la Sección II de la NCG 526 de la Comisión para el Mercado Financiero.
- Estados Unidos:
  - Capital mínimo: Investment Company Act of 1940, Section 14 (80a-14).

- Garantías: Title 17 of the Code of Federal Regulations (CFR) (17 CFR § 270.17g-1)
- European Union:
  - Capital mínimo: Artículo 7 de la Directiva 2009-65 de la Comisión Europea.
  - Garantías: No se requieren garantías adicionales al capital mínimo o pólizas de indemnidad profesional para administradoras de fondos mutuos (UCITS). El mismo artículo permite 7 sustituir hasta el 50 % del requerimiento de capital por una garantía emitida por una institución crediticia o de seguros. Sin embargo, las administradoras de fondos alternativos (AIFMs) si deben mantener una póliza de indemnidad profesional. Esta póliza debe cubrir al menos 0,7 % del valor de los portafolios administrados por evento y 0,9 % por año. No se especifica un tope máximo. Alternativamente, la administradora debe mantener un 0,1 % de capital adicional.
- México:
  - Capital mínimo: Artículo 2 de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a los Fondos de Inversión y a las Personas que les Prestan Servicios, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Nueva Zelanda: Los requerimientos para obtener una licencia para la administración de fondos (administration of managed investment schemes) se establecen en el Financial Markets Conduct Act of 2013 y el Financial Service Provider Act of 2008. Ellas requieren el reporte regular de los activos netos totales de los administradores y se espera que se mantengan niveles adecuados de solvencia, a evaluar por la Financial Markets Authority. Similarmente, para registrar un fondo mutuo (managed investment scheme) es necesario demostrar que se cuenta con seguros de responsabilidad profesional adecuados, pero no se establecen guías respecto a qué se considera adecuado.
- Uruguay:

- Capital mínimo: Artículo 7 de la Ley 16774 de Fondos de Inversión. Circular 1714 del Banco Central del Uruguay. Artículo 152 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV).
- Garantías: Artículo 7 de la Ley 16774 de Fondos de Inversión. Circular 1714 del Banco Central del Uruguay. Artículo 152 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV).

## **A.2. Breve descripción del análisis empírico**

Para la realización del análisis empírico usado para comparar el costo total de administración de las administradoras chilenas con pares de otras jurisdicciones, estimar el costo asociado al capital mínimo y garantías para cada administradora, y estimar los costos de administración de las administradoras chilenas, se recolectaron datos de las siguientes fuentes:

### **A.2.1. Comparación internacional**

Para la estimación del costo de administración a través de jurisdicciones descrita en la Ecuación (1), se recolectaron datos de 106.825 fondos domiciliados en 53 países avanzados y emergentes de LSEG Lipper. La Tabla 4 muestra la lista de países, así como información del número de fondos, administradoras, activos, y costos promedio de cada uno de los países incluidos.

El criterio para la extracción del listado desde LSEG Lipper incluyó todos los fondos activos en enero 2024, clasificados por Lipper como “Mutual Funds”. Esta clasificación excluye fondos cerrados (closed end funds) y fondos transables en bolsa (ETFs), pero incluye fondos abiertos que invierten en distintas clases de activos, tales como fondos de activos inmobiliarios. Dependiendo del activo subyacente, algunas jurisdicciones pueden tratar a estos fondos de manera diferenciada respecto a los requerimientos de garantías y capital mínimo. Sin embargo, considerar tales separaciones requeriría un análisis detallado, jurisdicción por jurisdicción, de cuáles fondos están sujetos a posibles diferencias de requerimientos, lo cual va más allá del objetivo de este reporte. En cualquier caso, el 90 % de los fondos considerados son fondos accionarios, de renta fija, y balanceados, los cuales corresponden a la



definición tradicional de fondos mutuos.

Cuadro 4: Países incluidos en el análisis internacional

País	Número de Fondos	Activos Netos (Billones USD)	Costos de Administración (% Activos)	Número de Administradoras	Promedio de Fondos por Administradora
Argentina	868	26	2.16	61	23
Australia	2306	461	0.98	151	119
Austria	1029	74	1.15	21	99
Belgium	547	77	1.42	29	161
Brazil	24219	1480	0.57	105	1968
Canada	3375	1260	1.77	170	110
Chile	1079	37	1.60	48	44
China	10921	2890	0.78	199	158
Colombia	202	15	1.76	30	10
Cyprus	24	1	1.51	7	7
Czech Republic	146	30	1.59	15	16
Denmark	694	150	0.94	32	58
Egypt	108	3	0.64	34	7
Estonia	5	0	1.11	3	2
Finland	492	186	1.25	26	48
France	3510	539	1.52	239	81
Germany	1791	581	1.39	63	191
Greece	196	14	1.81	11	21
Hong Kong SAR	492	128	1.27	83	20
Iceland	37	2	1.37	3	15
India	1551	707	1.34	45	59
Indonesia	1172	28	2.17	84	34
Ireland	3016	894	1.14	146	110
Israel	1645	112	0.72	29	164
Italy	1050	217	1.45	32	123

Continued on next page

País	Número de Fondos	Activos Netos (Billones USD)	Costos de Administración (% Activos)	Número de Administradoras	Promedio de Fondos por Administradora
Japan	5427	1020	0.99	76	382
Korea	6317	216	0.93	102	703
Latvia	11	0	1.84	2	6
Lithuania	3	0	2.00	2	2
Luxembourg	9896	1510	1.55	215	119
Malaysia	1065	75	1.42	71	72
Malta	74	5	1.63	32	5
Mexico	581	48	0.90	32	32
Netherlands	382	240	0.65	32	31
New Zealand	292	37	0.82	27	18
Norway	315	78	0.74	23	34
Pakistan	293	14	1.92	20	23
Philippines	308	20	0.93	33	23
Poland	439	70	2.15	26	26
Portugal	371	33	1.30	38	28
Saudi Arabia	197	29	1.07	39	13
Singapore	288	124	1.36	69	20
Spain	1844	324	1.24	99	61
Sweden	696	560	0.95	56	43
Switzerland	1474	466	0.79	58	207
Taiwan	797	69	1.93	42	28
Thailand	1931	140	1.37	45	137
Turkey	768	68	1.47	63	25
United Kingdom	2814	1400	0.93	105	69
United States	6586	16200	0.78	655	80
Vietnam	57	2	1.94	27	3

### **A.2.2. Comparación nacional**

Para la estimación de las diferencias de costo de administración a través de administradoras en Chile se usaron datos de la Tasa Anual de Costos (TAC) recopilada en el Informe Tasa Anualizada de Costos para todos los fondos de 22 administradoras, recopilada y publicada por la Asociación de Fondos Mutuos (AFM) de Chile a partir de información de la CMF. Se prefirió los datos de la AFM ya que tienen una clasificación más granular de los tipos de fondos que permiten hacer una mejor segmentación de costos controlando por tipo. Es importante notar si que estos datos capturan un subconjunto de las administradoras chilenas cubiertas por LSEG Lipper y registradas en la CMF, aunque son consistentes con la información del número de fondos reportada por el supervisor. El listado de administradoras, números de fondos, activos administrados, y tasa anual de costos promedio se presenta en la Tabla 5.

Cuadro 5: Administradoras Generales de Fondos Chilenas Incluidas en el Análisis de Costos

Administradora	Nombre corto	Número de fondos	Patrimonio Efectivo (000 mn)	Numero de Participes	TAC Promedio
Administradora General De Fondos Security S.A.	Security	87	1854	69609	2.03
Administradora General De Fondos Sura S.A.	Sura	113	2308	81073	2.02
Banchile Administradora General De Fondos S.A.	Banchile	99	14280	418400	1.78
Banco Internacional Administradora General De Fondos S.A.	Banco Internacional	5	17	724	1.59
Bancoestado S.A. Administradora General De Fondos	Bancoestado	92	4461	1174576	0.96
Bci Asset Management Administradora General De Fondos S.A.	Bci	112	7183	202271	1.61
Bice Inversiones Administradora General De Fondos S.A.	Bice Inversiones	103	2630	71702	2.05
Btg Pactual Chile S.A. Administradora General De Fondos	Btg Pactual Chile	57	938	21275	2.14
Compass Group Chile S.A. Administradora General De Fondos	Compass Group Chile	14	150	9098	1.39
Credicorp Capital Asset Management S.A. Administradora General De Fondos	Credicorp Capital	20	172	119864	1.62
Fintual Administradora General De Fondos S.A.	Fintual	7	972	246460	0.85
Itau Administradora General De Fondos S.A.	Itau	83	3245	101683	1.28
Larrainvial Asset Management Administradora General De Fondos S.A.	Larrainvial	112	2514	75130	1.98
Principal Administradora General De Fondos S.A.	Principal	146	1579	280495	2.05
Prudential Administradora General De Fondos S.A.	Prudential	18	18	1605	1.51
Santander Asset Management S.A. Administradora General De Fondos	Santander	172	11790	384440	1.61
Scotia Administradora General De Fondos Chile S.A.	Scotia Chile	100	3165	175862	1.61
Zurich Chile Asset Management Administradora General De Fondos S.A.	Zurich Chile	46	472	35732	2.21