



Universidad de
los Andes

Facultad de
Derecho

Regulaciones en el mercado de valores

Análisis de instituciones y nuevas tendencias

JUAN IGNACIO LAGOS CONTARDO

ÓSCAR ZARHI VILLAGRA

FELIPE DIVÍN LARRAÍN

JUAN IGNACIO PIÑA ROCHEFORT

LETICIA CELADOR IZQUIERDO

SEBASTIÁN BUSTOS LAGARRIGUE

JAIME ARANCIBIA MATTAR

MARCO ANTONIO GONZÁLEZ ITURRIA

Marco Antonio González Iturria

EDITOR



2 0 1 0

CUADERNOS DE EXTENSIÓN JURÍDICA 19



Universidad de
los Andes

Facultad de
Derecho

Regulaciones en el mercado de valores

Análisis de instituciones y nuevas tendencias

Juan Ignacio Lagos Contardo
Óscar Zarhi Villagra
Felipe Divín Larraín
Juan Ignacio Piña Rochefort
Leticia Celador Izquierdo
Sebastián Bustos Lagarrigue
Jaime Arancibia Mattar
Marco Antonio González Iturria

Marco Antonio González Iturria
Editor

Cuadernos de Extensión Jurídica 19 (2010)
Regulaciones en el mercado de valores
Análisis de instituciones y nuevas tendencias

CIP - Universidad de los Andes. Facultad de Derecho

Regulaciones en el mercado de valores: análisis de instituciones y nuevas tendencias / Juan Ignacio Lagos C. ... [et al.]. ; Marco Antonio González I, editor.

p. ; cm. (Cuadernos de Extensión Jurídica)

I.- Regulación del Comercio. I.- Lagos C., Juan Ignacio.

II.- González I., Marco Antonio, ed. II.- ser.

CDD 22

338.82

2010

RCA2

Cuadernos de Extensión Jurídica. Publicación seriada de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes (Av. San Carlos de Apoquindo 2200, Las Condes, Santiago de Chile).

Director: Hernán Corral Talciani

Comité Editorial: Alejandro Romero Seguel, María de los Ángeles Soza Ried, Juan Ignacio Piña Rochefort, Jorge Baraona González, José Ignacio Martínez Estay y Enrique Brahm García.

Secretaría de redacción: Tatiana Vargas Pinto.

ISSN: 0717-6449

ISBN: 978-956-7160-58-7

Registro de Propiedad Intelectual Inscripción N° 189.463

No está permitida la reproducción parcial o total de esta publicación, o de alguna de sus partes, formatos o portadas, ni su tratamiento informático ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo del titular de la propiedad intelectual.

© 2010 Universidad de los Andes

Impresión: Andros Impresores

Impreso en Santiago de Chile – Printed in Santiago of Chile

AUTORES

JUAN IGNACIO LAGOS CONTARDO

Profesor de Derecho Económico

Universidad de los Andes

ÓSCAR ZARHI VILLAGRA

Profesor de Derecho Económico

Universidad de los Andes

FELIPE DIVÍN LARRAÍN

Profesor Derecho Económico

Universidad de los Andes

JUAN IGNACIO PIÑA ROCHEFORT

Profesor de Derecho Penal

Universidad de los Andes

LETICIA CELADOR IZQUIERDO

Abogada

Ministerio de Hacienda

SEBASTIÁN BUSTOS LAGARRIGUE

Ingeniero Comercial

Ministerio de Hacienda

JAIME ARANCIBIA MATTAR

Profesor Derecho Administrativo

Universidad de los Andes

MARCO ANTONIO GONZÁLEZ ITURRIA

Profesor de Derecho Económico

Universidad de los Andes

| | |
|---|----|
| PRESENTACIÓN | 13 |
| LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: | |
| ¿UNA SOLUCIÓN O UNA CAUSA DEL PROBLEMA? | |
| <i>Juan Ignacio Lagos Contardo</i> | |
| I. Introducción | 17 |
| 1. ¿La crisis <i>sub-prime</i> o la punta del iceberg?. | 17 |
| 2. Objetivos de este estudio | 18 |
| II. Breve resumen de las causas y detonantes de la crisis..... | 19 |
| 1. El rol de la banca: desde <i>Glass-Steagall</i> <i>Act a Graham-Leach Act</i> | 19 |
| 2. El excesivo apalancamiento del sistema financiero en los países desarrollados..... | 20 |
| 3. Del abandono del patrón oro y la convertibilidad a la revolución de la monetización de Milton Friedman..... | 20 |
| 4. Desde la hiperinflación de los 70 y el shock de tasas de interés de Paul Volker a la deflación del siglo XXI..... | 21 |
| 5. El rol de los novedosos instrumentos financieros: la securitización, los derivados, los <i>credit swaps agreements</i> y los SPV | 24 |
| 6. Globalización, deflación y las nuevas tecnologías de la información..... | 25 |
| 7. El atentado del 11 de septiembre de 2001 y sus efectos financieros..... | 27 |
| 8. El <i>boom</i> de los <i>commodities</i> y de las economías emergentes | 27 |
| 9. Exceso de liquidez, <i>carry trade</i> e inflación. | 28 |
| 10. La caída de Bear Sterns: el inicio del fin.... | 30 |
| 11. El rol del criterio contable denominado “ <i>mark to market</i> ” en la descapitalización de las instituciones financieras | 31 |

| | |
|--|----|
| 12. El rol de la “ <i>Uptick Rule</i> ” en las abruptas caídas de la Bolsa de Nueva York | 32 |
| 13. La falta de regulación adecuada | 33 |
| 14. El silencio de reguladores, auditores externos y analistas económicos..... | 33 |
| 15. Predicciones erróneas y predicciones correctas | 34 |
| 16. De la burbuja al <i>deleverage</i> o <i>desapalancamiento</i> más grande de la historia..... | 36 |
| 17. La reacción de los Estados: el uso de la política fiscal | 38 |
| 18. El rol del Derecho | 38 |
| 19. El rol de la Ética..... | 40 |

LA TEORÍA DE LOS MERCADOS EFICIENTES COMO GARANTÍA DE UNA CORRECTA FISCALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Óscar Zarbi Villagra

| | |
|--|----|
| I. Introducción | 43 |
| II. Teoría de los mercados de capitales eficientes . | 44 |
| 1. La intuición básica | 44 |
| 2. Distintos niveles de eficiencia de mercado.. | 45 |
| 3. El significado de la eficiencia de mercado.. | 47 |
| 4. Mecanismos en los que se basa la eficiencia de mercado | 48 |
| 5. El mercado de la información y clases de costos de la información | 52 |
| 6. Los costos de la información y la eficiencia de mercado | 53 |
| 7. <i>Insider trading</i> y revelación obligatoria | 54 |
| 8. La eficiencia de mercado y las crisis financieras | 56 |
| III. ¿Tiene en cuenta la Superintendencia de Valores y Seguros la TMCE en el ejercicio de sus funciones? | 57 |
| 1. Rol y atribuciones de la SVS | 57 |
| 2. La información privilegiada..... | 58 |
| 3. El caso Lan | 59 |
| 3.1. Los hechos..... | 59 |
| 3.2. Descargos de Sebastián Piñera | 60 |

| | |
|---|----|
| 3.3. Fundamentos de la SVS para justificar la sanción..... | 65 |
| 3.4. Comentarios a la Resolución Exenta N° 306 | 66 |
| IV. Conclusiones | 71 |

EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs)

Felipe Divín Larraín

| | |
|---|-----|
| I. Introducción | 73 |
| II. Qué son los ETF | 75 |
| 1. Concepto | 75 |
| 2. Ventajas de los ETFs | 76 |
| 2.1. Accesibilidad..... | 76 |
| 2.2. Transparencia..... | 77 |
| 2.3. Liquidez..... | 77 |
| 2.4. Diversificación | 78 |
| 2.5. Bajos costos de transacción | 79 |
| III. Algo de historia..... | 79 |
| IV. Estructura legal de los ETFs en EE.UU. | 81 |
| V. ¿Cómo operan los ETFs? | 86 |
| 1. Creación y rescate de cuotas con valores (<i>in-kind creation and redemption</i>) | 86 |
| 2. ¿Cómo interactúan? | 87 |
| 3. Mercados | 89 |
| 4. Arbitraje | 90 |
| VI. Los <i>Exchange Traded Funds</i> en Chile | 92 |
| 1. El primer intento..... | 92 |
| 2. ¿Segundo intento? | 94 |
| 3. Aportes y rescates en valores..... | 95 |
| 3.1. Tipo de valores..... | 95 |
| 3.2. Autorización..... | 96 |
| 3.3. Política de inversión | 96 |
| 3.4. Composición de la cartera del fondo.. | 97 |
| 3.5. Políticas de diversificación y liquidez.. | 97 |
| 3.6. Precio a que se deben aportar o rescatar los valores | 98 |
| 3.7. Neutralidad tributaria | 99 |
| 3.8. Límites de inversión | 100 |
| 3.9. Mercados secundarios | 102 |
| 3.10. Tipos de índices | 104 |
| 3.11. Desviaciones en la composición de la cartera respecto a la cartera del índice respectivo..... | 104 |

| | |
|--|-----|
| VII. Otros temas sobre ETF | 105 |
| VIII. Incentivos tributarios | 106 |
| 1. Perspectiva tributaria de los inversionistas primarios | 106 |
| 2. Perspectiva tributaria de los inversionistas secundarios | 108 |
| IX. Conclusiones | 109 |

ALGUNOS PROBLEMAS DEL DELITO DE USO DE
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Juan Ignacio Piña Rochefort

| | |
|---|-----|
| I. Premisas para la incursión del Derecho Penal en estos ámbitos de actividad económica | 113 |
| 1. Generalidades | 113 |
| 2. Las expectativas de los actores: confianza y desconfianza | 115 |
| 3. La pena como mecanismo disuasivo | 117 |
| 4. La asimetría de información como un hecho | 118 |
| 5. La confianza en la simetría de la información como eje de la actividad económica: una ficción necesaria | 119 |
| II. Primer problema: la deficiente taxatividad de la incriminación | 122 |
| III. Segundo problema: <i>Non bis in idem</i> | 125 |
| 1. Generalidades | 125 |
| 2. El sistema de sanciones administrativas | 126 |
| 3. La opción fundamental: ¿la naturaleza de las sanciones? | 127 |
| 4. El problema de la función | 127 |
| 5. La solución positiva del artículo 58 de la Ley 18.045, de mercado de valores | 131 |
| IV. Consideración final: proporcionalidad, <i>ultima ratio</i> y la función político-criminal del Ministerio Público | 132 |
| 1. Proporcionalidad | 132 |
| 2. La válvula de escape: la función político- criminal del Ministerio Público | 133 |
| V. A modo de síntesis | 134 |

LEY SOBRE SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN
DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Leticia Celador Izquierdo

Sebastián Bustos Lagarrigue

| | |
|--|-----|
| I. Introducción | 137 |
| 1. Antecedentes..... | 137 |
| 2. Necesidad de continuos cambios a la legislación del mercado de capitales..... | 138 |
| 3. ¿Qué es la compensación y liquidación?.... | 140 |
| 4. Modelos propuestos para la compensación | 141 |
| 5. Protecciones de los sistemas de compensación | 142 |
| 6. Marco propuesto por la Ley N° 20.345..... | 144 |
| II. Institucionalidad del sistema de compensación y liquidación..... | 145 |
| 1. Compensación | 145 |
| 2. Liquidación..... | 148 |
| 3. Conflictos de interés y el interés público... | 149 |
| III. Conceptos jurídicos que dan seguridad al sistema | 151 |
| 1. Firmeza de las operaciones..... | 152 |
| 2. Reconocimiento de la compensación bilateral y multilateral, especialmente ante la quiebra | 155 |
| 3. Protección de las garantías..... | 157 |
| 4. Régimen legal para los préstamos de valores | 157 |
| 5. Disposiciones adicionales | 159 |
| IV. Conclusiones | 160 |

CONTROL JUDICIAL DE LA AUTORIDAD FINANCIERA Y
SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO

Jaime Arancibia Mattar

Marco Antonio González Iturria

| | |
|---|-----|
| I. Introducción | 161 |
| II. Problemas de control judicial basado exclusivamente en reglas..... | 162 |
| III. Control judicial basado en reglas y fines..... | 163 |
| IV. Control judicial y supervisión basada en riesgo..... | 165 |

PRESENTACIÓN

La crisis económica y financiera desatada en todo el mundo a partir de fines de 2007 ha puesto una vez más sobre el tapete la discusión sobre cuál es la regulación que debe aplicarse sobre los mercados financieros para prevenir la ocurrencia de crisis o, al menos, morigerar sus efectos.

Si ya en el siglo pasado había consenso entre los especialistas en la importancia de evitar las crisis financieras y bancarias por los efectos que acarrearán al interior de las economías, la apertura de las economías al exterior y la profunda interrelación entre los mercados financieros de todos los países han acentuado esta preocupación.

Esta crisis ha sido una confirmación de que un caso de insolvencia financiera en Estados Unidos puede impactar severamente a todos los mercados de capitales en el mundo, y luego afectar el crecimiento económico, con los efectos de desempleo y empobrecimiento que los suelen seguir.

La Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes ha querido reunir en este Cuaderno varios trabajos dedicados a analizar nuevas ideas y tendencias en el mercado de capitales, como una contribución a las reformas que periódicamente se realizan a las leyes que rigen este sector de la economía.

En el primero de los estudios, el profesor Juan Ignacio Lagos realiza un análisis sobre cuáles pueden ser identificadas como las causas más profundas de la crisis financiera desencadenada a partir de septiembre de 2007 y que ha afectado a todo el mundo. El estudio de esas causas y su contexto probablemente serán el fundamento de múltiples revisiones a la legislación financiera, razón por la cual este análisis es un aporte muy valioso al debate que comienza.

El segundo artículo, del profesor Óscar Zarhi, se refiere a la teoría de los mercados eficientes y a las herramientas de análisis que entrega para examinar si las regulaciones son o no beneficiosas para asegurar su buen funcionamiento. El profesor Zarhi, junto con repasar los conceptos fundamentales de esa teoría, hace una interesante aplicación a un caso reciente sobre información privilegiada, referido a la violación del deber de abstención de transar cuando se está en posesión de ella.

Luego el profesor Felipe Divín explica un nuevo instrumento que está siendo utilizado en los mercados financieros en el mundo, los exchange trade funds, y aboga por su incorporación a la legislación chilena. Se trata de un artículo muy oportuno dado que recientemente ha sido enviado al Congreso Nacional un proyecto de ley –conocido como MKIII, en esa ya tradicional denominación de los proyectos de esta área– que contiene las reformas necesarias para que estos instrumentos puedan ser utilizados en Chile. El artículo será una herramienta valiosa precisamente para evaluar esa iniciativa legal. El profesor Divín participó además en el análisis de los contenidos de esa reforma legal, lo que hace aún más notable su contribución a este Cuaderno.

En el quinto artículo, el profesor Juan Ignacio Piña hace una profunda revisión al delito de uso de información privilegiada, desde la perspectiva del Derecho Penal y a partir de los avances más recientes de esta disciplina en la materia. La claridad y consistencia de las objeciones formuladas a la modalidad utilizada por la legislación chilena para sancionar el uso de información privilegiada constituirán sin lugar a dudas un aporte muy valioso al debate surgido en los últimos años sobre este tema.

El sexto artículo está dedicado a analizar la Ley sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, de reciente promulgación, y cuyo contenido es una respuesta a la necesidad de que existan estándares más modernos y seguros para las transacciones en nuestro mercado de capitales. Este artículo fue elaborado por los asesores del Ministerio de Hacienda Leticia Celador, abogada, y Sebastián Bustos, economista, cuyo contribución a este Cuaderno resulta especialmente destacada por el hecho de haber sido ellos quienes asumieron la representación de esa cartera en la discusión del proyecto de ley respectivo.

Esta ley crea las condiciones apropiadas para que puedan crearse cámaras de compensación para las transacciones de valores, lo que ha sido identificado por los organismos internacionales especializados como un avance indispensable para la seguridad y eficiencia de nuestro mercado, condición además requerida para su tan ansiada internacionalización.

Finalmente, el Cuaderno incluye un artículo del profesor Jaime Arancibia, y de este editor, referido al control judicial de la autoridad financiera y la forma como debe ser establecida bajo un modelo de supervisión basado en riesgo. Este artículo aborda así un tema que está en el centro de las discusiones actuales sobre reforma financiera, dadas las múltiples propuestas

de otorgar más facultades a los supervisores como una forma de prevenir la ocurrencia de crisis y caída de entidades. Esas mayores facultades deben ir acompañadas de un control que evite que su ejercicio sea arbitrario, y en ese sentido el artículo apunta a la forma de realizar un control jurisdiccional en el marco de la supervisión basada en riesgo.

Debemos agradecer especialmente a Consorcio S.A. por el aporte efectuado para la publicación de este Cuaderno. Ese apoyo es así una contribución muy valiosa a impulsar investigación que se realiza en la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes en el ámbito de la regulación económica y, específicamente, del mercado de valores.

MARCO ANTONIO GONZÁLEZ ITURRIA
Editor

Santiago, 20 de mayo de 2010.

LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: ¿UNA SOLUCIÓN O UNA CAUSA DEL PROBLEMA?

JUAN IGNACIO LAGOS CONTARDO
*Profesor de Derecho Económico
Universidad de los Andes*

I. INTRODUCCIÓN

1. LA CRISIS *SUB-PRIME* ¿O LA PUNTA DEL ICEBERG?

Durante el mes de octubre del año 2007 la Facultad de Derecho me pidió que hiciera una breve explicación en el seminario de profesores, respecto a la entonces denominada “crisis *sub-prime*”, en la cual expuse sobre lo que denominé “La crisis *sub-prime* ¿o la punta del iceberg?”

En esa exposición intenté explicar las causas de lo que a esa fecha se denominada crisis de las hipotecas *sub-prime*. Sin embargo, mi exposición incluyó una visión más global del problema entonces en ciernes y los posibles desenlaces de la misma.

En dicha oportunidad pude explicar el problema de sobreendeudamiento o apalancamiento excesivo a nivel de las personas y de las empresas, especialmente del sector financiero, y de ciertos Estados del mundo desarrollado.

Efectivamente, la lectura de las estadísticas de la deuda personal, corporativa y del sector público en los EE.UU. y en varios países europeos desarrollados arrojaba (y aún lo hace) una realidad preocupante: una economía en la cual la tasa de ahorro era negativa (es decir, las familias no ahorran, sino que consumen con deuda).

Muchas empresas presentaban apalancamiento excesivo (especialmente los denominados bancos de inversión, los *hedge funds* o fondos de cobertura, y los fondos de capital privado).

Hace un año las cifras también arrojaban (y aún ocurre al escribirse estas líneas) una realidad preocupante: la economía más grande del mundo, la de los EE.UU., había sufrido un cambio histórico relevante: pasó de ser la economía acreedora del mundo a ser la economía deudora más grande de la historia. Esto se refleja en un enorme déficit fiscal, más parecido al de un país en desarrollo latinoamericano (como Brasil o Argentina) que al de un país desarrollado. Es una economía en la cual no sólo las personas, sino también el Estado consumen más de lo que producen. Para ello, demandan ahorros externos, para lo cual el Tesoro de los EE.UU. emite bonos a 2, 5, 10 y 30 años, en virtud de los cuales los suscriptores entregan dinero a cambio de un título de deuda que devenga un interés.

Las tasas de interés del bono del Tesoro a 10 años, antes del inicio de la crisis, estaban retornando del orden del 5% anual. Actualmente, esos mismos bonos pagan menos del 2,7% anual. Históricamente esas tasas siempre estuvieron en un rango del 5% al 6% para bonos del Tesoro a 10 años. La caída de las tasas de rendimiento de esos bonos es prueba fehaciente de la gravedad y profundidad de la crisis financiera que hemos vivido. Que los inversionistas estén dispuestos a comprar un instrumento que renta menos del 3% al año, es señal clara de su desconfianza a todos los otros instrumentos disponibles en los mercados financieros.

Las estadísticas mostraban ya en 2006 una balanza comercial deficitaria para los EE.UU. en que las importaciones crecían año a año y mostraban la clásica combinación que conduce a la devaluación de la moneda, en este caso el dólar. El resultado previsible era un fuerte aumento del precio de los *commodities*, de las monedas de países emergentes, de sus bolsas de valores y, en general, de todos sus activos.

2. OBJETIVO DE ESTE ESTUDIO

El objeto de este breve artículo es analizar desde una perspectiva histórica la evolución del derecho positivo en aquellos aspectos fundamentales para los mercados financieros. Este análisis se hace a la luz de los hechos que estimo son más relevantes para entender la crisis financiera que hemos vivido, hasta llegar a la configuración de los mercados regulados contemporáneos y, en particular, los mercados financieros. Asimismo, este artículo pretende hacer una breve relación de las causas remotas y próximas de la crisis y de sus consecuencias.

Este análisis nos parece de especial interés a la luz de los recientes hechos que han remecido a los mercados financieros de los países desarrollados a partir de mediados del año 2007. Los hechos ocurridos son de tal gravedad que se espera una ola de modificaciones a los marcos regulatorios de los mercados financieros en todo el mundo.

Si bien Chile ha estado bastante ajeno al tipo de problemas ocurridos en los mercados financieros de EE.UU. y de Europa, no dudamos que el Legislativo terminará adoptando parte importante de las reformas que se introduzcan en esos países, tal como ha ocurrido desde los años 30.

II. BREVE RESUMEN DE LAS CAUSAS Y DETONANTES DE LA CRISIS

1. EL ROL DE LA BANCA: DESDE *GLASS-STEAGALL ACT* A *GRAHAM-LEACH ACT*

Con la crisis de los años 30 se produjo una separación tajante entre los negocios de la banca tradicional (captar dinero del público para colocarlo con los clientes-deudores del banco) y la banca de inversión de los EE.UU. Los bancos comerciales desarrollaban el negocio tradicional, de captar dinero del público y colocarlo con sus clientes-deudores. La banca de inversión, por su parte, normalmente se estructuraba en torno a una corredora de bolsa, que colocaba acciones, hacía *underwriting* de colocaciones de títulos o valores de sus clientes y asesoraba en la administración de activos financieros.

Una clara regulación y un conjunto de prohibiciones, con supervisión por parte de un órgano del Estado, mantuvieron separados el rol de la banca como prestamista del rol de la banca como inversionista. Fueron las modificaciones introducidas luego del quiebre de miles de instituciones financieras en EE.UU. que se introdujo tal separación, durante el gobierno de Franklin Delano Roosevelt.

Existía consenso en que la falta de tal separación había contribuido a esa crisis. Más adelante detallamos las razones.

Este modelo, que intentaba separar riesgos, fue abandonado en virtud de la denominada Graham-Leach Act, en los tiempos de la desregulación de Ronald Reagan, permitiendo la formación de los denominados “bancos de inversión”, que normalmente desempeñaban el rol de corredores de valores, colocadores de títulos y administradores de activos financieros de terceros.

Esos bancos decidieron incursionar poco a poco en el negocio de la inversión financiera, en un comienzo con recursos propios y luego con recursos levantados del público, o de bancos comerciales, y por supuesto, mediante el apalancamiento que permitían las nuevas formas de securitización, de derivados y de estructuramiento financiero.

Además, los bancos de inversión estructuraron su negocio de tal forma que las corredoras eran constituidas como filiales separadas, ya que eran entidades reguladas, mientras que los bancos de inversión se constituyeron como sociedades de inversión, fuera del ámbito de la regulación de los corredores de bolsa. De esta forma, pudieron endeudarse en forma

significativa, sin tener que someterse a las restricciones de las corredoras de bolsa. Solamente quedaba regidas por la Securities Act o Ley de Valores, y sujetas a la supervisión, respecto al cumplimiento de tal ley, de la Securities and Exchange Commission (SEC).

2. EL EXCESIVO APALANCAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS

A mi juicio, uno de los fenómenos más sorprendentes de la crisis financiera actual es la falta de previsión por parte de los actores involucrados.

Al momento de quebrar Lehman Brothers, colapsar Merrill Lynch, y ser absorbido Wachovia Bank, los niveles de apalancamiento eran de 25, 30 y 40 veces el patrimonio propio de tales entidades.

Eso equivale a que una empresa que tiene un patrimonio de US\$ 100 millones pida prestados 2.500, 3.000 o 4.000 millones, respectivamente. Basta una caída del 4% del valor de las colocaciones o inversiones de esas instituciones financieras para que perdieran todo su patrimonio. Y eso es lo que ocurrió.

El exceso de confianza respecto a la disponibilidad de liquidez por parte de los inversionistas, de la Reserva Federal y de los bancos centrales de Europa y Japón indujo a los administradores de esas entidades financieras a tomar más riesgo del razonable.

3. DEL ABANDONO DEL PATRÓN ORO Y LA CONVERTIBILIDAD A LA REVOLUCIÓN DE LA MONETIZACIÓN DE MILTON FRIEDMAN

Quizás pocos recuerdan el sistema de patrón oro, que imperó durante la vigencia del primer Código Civil y Código de Comercio en Chile, y en el mundo.

Inicialmente, los bancos comerciales también podían emitir dinero, el cual era convertible en oro, que debía estar en las bóvedas del banco emisor.

Era el caso de Chile, cuya Ley sobre Bancos de Emisión, de 23 de julio de 1860, en el gobierno de don José Joaquín Pérez, permitía la formación de bancos de emisión, con tal que sus emisiones tuviesen respaldo en moneda de curso legal (convertible en oro), lingotes de oro, y obligaciones convertibles en oro. Dicha ley se mantuvo vigente incluso después de dictarse el primer Código de Comercio.

El patrón oro ofrecía un ancla segura, porque impedía la emisión inorgánica, restringía la sed de endeudamiento del Estado, que solo podía emitir dinero y títulos de deuda si tenía el oro suficiente para pagar sus obligaciones, y convertir el circulante a requerimiento de los titulares del papel moneda emitido y los títulos de deuda vencidos. Es por ello que fue seguido por casi todos los países en el mundo.

Sin embargo, la dureza de la Gran Depresión catapultó la figura del economista inglés John Maynard Keynes, transformándose incluso en consejero del Presidente de los EE.UU., Franklin Delano Roosevelt. Con su teoría de que el Estado debe gastar más durante la parte baja del ciclo, y retirar ese gasto durante las expansiones económicas, los gobiernos comenzaron un camino que hasta el día de hoy ilustra el quehacer de los ministros de Hacienda de todo el orbe.

Las rigideces que imponía el patrón oro, al impedir la emisión de dinero sin respaldo de nuevas reservas de oro, llevaron a un consenso político y económico respecto a la necesidad de abandonar el patrón oro y la disciplina fiscal, y a la necesidad de estimular el crecimiento económico, la demanda agregada, por la vía de la emisión y las obras públicas emprendidas por el Estado.

La aplicación de políticas keynesianas, unida a enormes gastos que debieron enfrentar los Estados europeos durante la Primera Guerra Mundial, llevó a una fuerte emisión inorgánica, es decir, sin respaldo en oro, lo que condujo a un fuerte proceso inflacionario. La necesidad de financiar los déficit fiscales, en la Primera y en la Segunda Guerra Mundial, condujo al abandono del patrón oro, al cese de la convertibilidad, a las devaluaciones masivas y a los procesos hiperinflacionarios que muchos recuerdan luego de la Segunda Guerra Mundial.

Producto de estos desajustes nació el Acuerdo de Bretton Woods, bajo el cual los Estados europeos y los EE.UU. acordaron depositar todo el oro que aún detentaban a cambio de dólares norteamericanos. El dólar estaría respaldado en oro, pagadero a los Estados miembros, si deseaban redimir la masa monetaria en dólares que habían recibido bajo el tratado. Esto contribuyó a impulsar el crédito, el crecimiento económico, estabilizando la inflación inicialmente. Sin embargo, los crecientes gastos bélicos de los EE.UU. le condujeron a incurrir en déficits sustanciales, y que llevaron al Primer Ministro de Francia Charles de Gaulle a invocar la cláusula del Tratado que le permitía recuperar su depósito de oro.

Ante el riesgo evidente de quedar con las arcas de depósito del oro vacías (ubicadas en Fort Knox, Texas), el Presidente Richard Nixon, luego de devolver secretamente el depósito de oro de Francia, desahució el Tratado en 1971. Este es uno de los hechos con mayor trascendencia financiera en la historia económica del mundo: a partir de ese momento, todos los Estados comenzaron a abandonar el patrón oro y, por tanto, es el inicio de la emisión inorgánica masiva y la devaluación de las monedas.

4. DESDE LA HIPERINFLACIÓN DE LOS 70 Y EL SHOCK DE TASAS DE INTERÉS DE PAUL VOLKER A LA DEFLACIÓN DEL SIGLO XXI

Al desanclarse el sistema monetario del patrón oro, la estabilidad en el nivel general de precios deja de existir. En un comienzo, luego

de desahuciado el Tratado de Bretton Woods en 1971, los agentes económicos reaccionaron elevando los precios de los distintos bienes de consumo.

Los años 70 son los años de la hiperinflación; los precios de los *commodities* (especialmente el petróleo) se disparan, y las monedas, especialmente el dólar, se devalúan.

Hubo mucho malestar entre los ahorrantes. A poco andar, se formó en los EE.UU. un movimiento popular de millones de personas, respaldado por conspicuos personajes del mundo financiero, entre otros el multimillonario financiero Bernard Baruch, que presionó al gobierno para respaldar una política de dólar más fuerte.

Producto del clamor popular por un dólar fuerte, el presidente de los Estados Unidos designa a Paul Volker como presidente de la Reserva Federal. Este destacado economista, con estudios en Princeton, Harvard y el London School of Economics, tuvo una activa participación en la decisión de abandonar el patrón oro.

Durante el período de Paul Volker, que se extiende desde 1975 a 1979, la Reserva Federal de EE.UU. aplica una política de shock, aumentando la tasa de interés a niveles no vistos en la historia (13%). Los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años rentaban entre 12 y 15% al año. Las tasas de interés de mercado se dispararon en el mundo entero, el dólar se fortaleció, los precios de los *commodities* colapsaron y las monedas de países emergentes se devaluaron fuertemente. Este proceso concluyó en Chile con una contracción de más del 14% del Producto Geográfico Bruto, la quiebra del sistema financiero, de los grupos económicos existentes en ese momento, y una fuerte devaluación del peso, que estaba fijado a razón de 39 pesos por dólar (llegando a más de \$ 100 por dólar en poco menos de dos años).

El proceso de lucha contra la inflación fue muy duro, pero exitoso. Finalmente, la inflación retrocedió, los precios de los *commodities* y en general de todos los bienes de la economía comienzan a bajar. De esta forma, a fines de los 80 se inicia un período largo y sostenido de bajas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, lo que recompone los balances de Estados, empresas y personas.

Llega entonces el momento del nuevo presidente de la Reserva Federal, apodado “el Maestro”, abogado y economista de Nueva York, de reconocida trayectoria académica y experto en estadísticas: Alan Greenspan.

Los años 90 son años de tasas de interés decrecientes, con un consecuente aumento de los retornos de los resultados de las empresas que cotizaban en bolsa, y por tanto, de sus valorizaciones. Son los años de ganancias promedio de 20%, año tras año.

Mientras tanto Japón, durante los 80, vive un boom de precios de acciones y bienes raíces nunca visto en la historia. Pero la burbuja de

precios llegó más allá de lo razonable y la segunda economía del mundo entonces entra en una grave crisis deflacionaria, que conduce al colapso total de su bolsa, del precio de sus activos financieros, de los bienes raíces, y a una política de tasas de interés cercana a cero. Desde entonces, los precios de acciones y bienes raíces en Japón jamás se han recuperado ni a la mitad de los precios del *peak*.

China estaba entonces recién iniciando el proceso de capitalización y desarrollo industrial que le permitió brillar a partir del año 2000. Europa, por su parte, durante los años 90 se encontraba en un difícil e inconcluso proceso de formación de la Unión Europea, con la adopción de moneda propia y del banco central único que hoy conocemos.

De esta forma, al llegar el siglo XXI, el mundo crecía a tasas relativamente bajas, con los precios del petróleo y los *commodities* por el suelo y claras corrientes deflacionarias en Asia y Europa. Ante la ausencia de inflación, Alan Greenspan pudo llevar las tasas de interés a niveles impensados pocos años antes.

De allí a la multiplicación de riqueza en los EE.UU. a niveles nunca antes vistos era solo un paso. Las tasas de interés en los sistemas monetarios sin respaldo en oro fijan el precio de todos los activos financieros de la economía. Y por tanto, en un contexto de bajas sostenidas de tasas, esos precios solo podían ir en una dirección: hacia arriba.

La economía más grande del mundo estaba cumpliendo en los 90 el sueño monetarista de Milton Friedman, y sus frutos serían aún más interesantes en el siglo XXI.

Ante la política de tasas de interés bajas, se comenzaron a monetizar toda clase de flujos futuros, en montos no vistos en la historia de la humanidad. La masa monetaria creció a dos dígitos, pero los mercados financieros asignaban los recursos a través de variadas formas de apalancamiento para la compra de toda clase de activos.

La primera manifestación de la formación de burbujas monetarias fue la hiperinflación de los 70, con la consecuente alza de todos los *commodities*. Luego fue la burbuja japonesa de los 80. A continuación le tocó el turno a las economías asiáticas (ex Japón) a fines de los 90. Luego fue la explosión de las denominadas "punto.com", empresas tecnológicas que usaban la nueva tecnología del internet, que se transaban a valorizaciones ridículamente altas. Esa burbuja explotó en el año 2000, cuando el índice Nasdaq cayó desde los 5.000 a los 2.500 puntos. Desde entonces nunca más recuperó esos niveles, con la consecuente pérdida de riqueza para los inversionistas que salieron al final o no vendieron.

Durante el siglo XXI las burbujas se expandieron a toda clase de activos: acciones, mercados emergentes, monedas, *commodities*, bienes raíces.

5. EL ROL DE LOS NOVEDOSOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS:
LA SECURITIZACIÓN, LOS DERIVADOS, LOS *CREDIT SWAPS*
AGREEMENTS Y LOS SPV

Ante la abundancia de capital, los especialistas en finanzas buscan monetizar toda clase de activos. Así, se pueden adelantar flujos futuros de meses y años. De esta forma se provee de fuentes alternativas de liquidez, desintermediando a la banca, bajando los costos de transacción y generando nuevos negocios.

A partir de los 80, y especialmente desde fines de los 90, llegó el turno de la securitización (o “titularización”, como la traducen correctamente los colombianos).

La securitización es un procedimiento que permite transformar cuentas por cobrar, aún no devengadas, en efectivo. Los originadores de las cuentas por cobrar (bancos que prestaban dinero, empresas de servicios, desde servicios a aquellos de cable o telefonía) pudieron empaquetar un conjunto de cuentas por cobrar a clientes, que luego vendían a una securitizadora. La securitizadora a su vez financiaba la compra de ese paquete de préstamos o contratos de servicios, que generan los flujos futuros, mediante la colocación de bonos. Esos bonos emitidos por la securitizadora eran suscritos por compañías de seguros, fondos de inversión, fondos mutuos y otros inversionistas.

Se desarrolló un inmenso mercado para toda clase de activos financieros, especialmente en Nueva York y Londres. Desde los famosos medallones o licencias de taxi de la ciudad de Nueva York hasta las hipotecas de vivienda y comerciales generadas por la banca (de buena, regular y mala calidad) y de actividades tan diversas, como las ventas de CD musicales (el cantante popular inglés Rod Stewart securitizó flujos por decenas de millones de dólares por ventas futuras), las ventas futuras de minerales y otros *commodities*, y flujos financieros futuros de toda clase llevaron al nacimiento de una verdadera industria de la securitización.

Incluso se autorizó a los bancos, compañías de seguros y otras entidades financieras a considerar esas inversiones como parte de su capital para efectos regulatorios. Muchos de los compradores de los bonos emitidos por las securitizadoras fueron instituciones financieras europeas, que luego, cuando los títulos fueron impagos, cayeron en insolvencia.

La innovación financiera se extendió a las denominadas operaciones de derivados, esto es, contratos de futuros, *swap* y opciones, en sus distintas variedades.

Hoy se transan en distintas bolsas contratos representativos del precio del barril del petróleo, oro, plata y otros *commodities*, en modalidad “estandarizada”, transados “over the counter”, es decir, mediante ofertas permanentes de compra y venta en rueda, o bien, “hechos a la medida”, en que los bancos de inversión estructuran contratos de derivados especiales para sus clientes (incluyendo la forma de contratos “sintéticos”),

fuera de bolsa, con el uso de apalancamiento o multiplicación del monto del activo subyacente respecto del cual se celebra el contrato en varias decenas de veces. Todo esto aumentó igualmente el valor nominal de exposición del sistema financiero.

Los montos de estos contratos van desde los “mini”, es decir, representativos de U\$ 2.000 hasta los contratos a la medida por cifras millonarias.

La formación de vehículos de inversión especiales (“Special Purpose Vehicles” o “SPV”) por parte de los bancos comerciales y de inversión, a fin de tomar deuda, y luego, apalancándose en 10, 20, 30, 40 o más veces, tomaban posiciones en acciones, bonos, *commodities* (petróleo y cobre, entre otros), aumentó aún más el monto nominal de los activos expuestos a riesgo.

En este complejo escenario de creación de sofisticados instrumentos financiero, y excesivo apalancamiento, se diseñaron pólizas de seguro especiales (“*Credit Default Swap Agreement*” o “*Swaps de Incumplimiento de Pago*”) cuyo objeto era cubrir el riesgo de no pago de bonos y títulos de deuda emitidos por los distintos emisores (públicos, privados, industriales, financieros, inmobiliarios, municipalidades).

Además, las compañías de seguro estructuraron y vendieron masivamente seguros de *rating* que permitieron a diversos emisores (las concesionarias de carreteras de Chile, entre otras) mejorar su clasificación y bajar por tanto el costo de intereses respecto de la deuda que emitían (seguros de mejoramiento de *rating* crediticio).

De esta forma, actualmente una entidad financiera cualquiera no solo es emisora de títulos de deuda y de acciones, sino también ha securitizado todo o parte de su cartera de contratos, y por tanto sus flujos futuros. Ha invertido en bonos emitidos por terceros, pero ha comprado “*Credit Default Swap Agreements*” o “*Swaps de Incumplimiento de Pago*” a compañías de seguros del mercado.

Por tanto, hay una interrelación entre las distintas entidades, en distintos roles, que en realidad no disminuyó los riesgos sistémicos, sino que los acrecentó. De allí que se haya acuñado el término “riesgo de contraparte”, que en jerga financiera significa simplemente que la contraparte de determinado contrato (bono, derivado, securitización, seguro) quizás no pueda cumplir. Y efectivamente, tal riesgo siempre existió, y los sofisticados productos financieros creados no podían eliminarlo o reducirlo, desde que tales instrumentos se masificaron.

6. GLOBALIZACIÓN, DEFLACIÓN Y LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN

El fin de la guerra fría, luego de la caída del muro de Berlín, la integración de las economías de Europa del Este a la Unión Europea, la globalización del modelo económico de mercado, la integración de los

mercados financieros y de comercio gracias a las nuevas tecnologías de la información, también juegan un rol en todo esto.

El ingreso de China a la Organización Mundial del Comercio constituyó un auspicioso inicio del siglo XXI. El gigante asiático se comprometía a permitir el acceso de productos y servicios de otros países, a cambio de tener igual acceso a los mercados de los Estados miembros, a base del principio de las ventajas comparativas. La existencia del tribunal permanente, inédito en la historia del Derecho Internacional, dio seguridades a las empresas y los inversionistas de que el comercio mundial aumentaría en forma significativa. Y así ocurrió.

Los montos de inversión extranjera directa desde los Estados desarrollados a los Estados en desarrollo se multiplicaron varias veces por sobre el promedio histórico.

Los países asiáticos se industrializan, produciendo desde “*chips*” a “*ships*” (como dice la propaganda de un gigante industrial asiático). Lo que partió con licencias de productos pasados de moda, tecnologías ya en desuso, o en algunos casos con burdas copias, los industriales asiáticos fueron capaces de transformarlo en una industria floreciente, que penetró los distintos mercados de productos manufacturados, desde los electrodomésticos, automóviles, consolas de juego, computadores personales, buques hasta aviones. Esto llevó a una baja sostenida de precio de esos productos, con lo que pasan a ser de consumo masivo en unos pocos años, a partir del año 2000. Un videograbador que en los años 80 costaba U\$ 2.000 con una tecnología muy inferior a la actual hoy se vende por U\$ 350, en color, y con una serie de funciones adicionales, y sin duda, una calidad muy superior. Y esto es válido para los electrodomésticos, artículos electrónicos, computadores, automóviles y maquinarias.

Lo anterior, unido al desarrollo y la masificación del software, como asimismo al abaratamiento de las telecomunicaciones, lleva a un proceso de baja sostenida de precios de bienes y servicios.

Los EE.UU. se transforman en una economía de servicios, donde la industria no es lo más importante. Ahora es una economía de desarrollo y servicios. Desarrollo de nuevas tecnologías, software, ciencias aplicadas, nanotecnología, biotecnología, entretención, salud y educación universitaria.

El mundo se ha globalizado; se aspira a que todas las personas consuman más o menos los mismos bienes y servicios. Es emblemática la presencia de McDonalds en Moscú, en Shanghai, en Tokio y en Vietnam.

Era solo cosa de tiempo; todos los países podrán alcanzar el desarrollo económico, unos antes, otros después.

El número de millonarios en el mundo crecía a tasas nunca vistas; Cap-Gemini informa anualmente el número de millonarios en cada región del mundo. A comienzos del 2008, casi diez millones de personas tienen un patrimonio neto, excluyendo su vivienda, superior a US\$ 1.000.000,

es decir, millonarios. Las proyecciones eran de explosivo crecimiento de los millonarios en los mercados emergentes.

Las economías desarrolladas mostraban saltos de productividad sorprendentes. Esto es, con los mismos recursos pueden producir más que antes.

Las cifras indica que las expectativas justifican el optimismo: el mundo crecería en forma sostenida año tras año a tasas nunca vistas en su historia.

7. EL ATENTADO DEL 11 DE SEPTIEMBRE DE 2001 Y SUS EFECTOS FINANCIEROS

La mañana del 11 de septiembre de 2001 difícilmente será olvidada por quienes tenían uso de razón cuando ocurrieron los atentados dirigidos por Osama Bin Laden.

Las imágenes de las Torres Gemelas en llamas, colapsando hasta desintegrarse, con los aviones estrellados minutos antes, la nube de polvo, las personas que se lanzaban desde los pisos más altos; el ataque al Pentágono, y el posible ataque a la Casa Blanca. Los miles de muertos inocentes, trabajadores, personal administrativo, profesionales, bomberos y policías.

El golpe al centro financiero del mundo no fue inocuo. Cantor Fitzgerald, el principal *primary dealer* de deuda pública de los EE.UU., señaló que podría haber provocado un colapso total del sistema de renta fija. La Reserva Federal actuó con rapidez (y seguramente al filo de la ilegalidad), para salvar al sistema de una corrida producto del pánico. Inyectó liquidez masivamente en el sistema financiero, otorgándole a los bancos decenas de miles de millones de dólares para proveer liquidez.

La Bolsa de Nueva York fue cerrada algo más de una semana. La Reserva Federal decidió infundir confianza, y sustentar los precios de los activos, amenazados por la crisis de pánico que los atentados parecían haber desatado.

El mensaje fue claro: la Reserva Federal proveería toda la liquidez necesaria. Y así lo hizo, llevando las tasas al 1%, guarismo nunca visto en su historia. Con ello, se inició una era de inversiones masivas en *commodities* y mercados emergentes.

8. EL BOOM DE LOS COMMODITIES Y DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Hasta 2003, la economía mundial estuvo “anémica”. Pero el impulso monetario de la Reserva Federal, con tasas del 1%, cambió el panorama, infundiendo optimismo en las instituciones del mercado financiero, que poco a poco comienzan a tomar gigantescas posiciones en toda clase de

activos: acciones, monedas de países emergentes, *commodities*, bienes raíces. Las bolsas suben, se crea riqueza, se infunde confianza, el capital comienza a aumentar.

Tasas de interés bajas llevaron a valorizaciones más altas de todos los activos financieros, bienes raíces y *commodities*.

Hacia el año 2006, el mundo crecía a tasas nunca vistas en su historia: 5%.

El año 2007, la abundancia de financiamiento a tasas bajas permitía la realización de nuevos proyectos de toda clase en todo el mundo. Esos proyectos comenzaron a competir entre sí por recursos escasos: acero, cobre, platino, carbón, petróleo, y toda la cadena de productos vinculados a energías alternativas: maíz, soya y palma.

Las economías emergentes son las grandes beneficiarias: exportadores de *commodities*, comienzan a generar superávits de balance comercial, y en algunos casos, como el de Chile, superávits fiscales nunca vistos. Las economías emergentes exportaban mucho más de lo que importaban, crecían a tasas más altas, y generaban condiciones ideales para recibir inversión extranjera y financiamiento barato del exterior. Ello condujo necesariamente a la apreciación de sus monedas, con la consecuente caída de valor del dólar en todo el mundo.

América Latina, por primera vez desde los años 40, era superavitaria en sus cuentas de comercio exterior.

Las bolsas de comercio de la región tuvieron cuatro años de alzas continuas. La bolsa brasileña, el Bovespa, llegó a subir más de un 520%.

9. EXCESO DE LIQUIDEZ, *CARRY TRADE* E INFLACIÓN

El proceso de baja de tasas de interés por parte de la Reserva Federal llevó a la banca de inversión, fondos de inversión y fondos de cobertura a tomar posiciones gigantescas en toda clase de activos, especialmente acciones, activos en países emergentes, *commodities*, bienes raíces. Para ello, esas entidades se apalancaron, tomando deuda de varias veces su patrimonio: 20 a 40 veces su patrimonio. Las utilidades obtenidas entre 2003 y 2007 fueron realmente exorbitantes.

A comienzos del año 2007 existía una percepción generalizada en los agentes económicos de que la liquidez existente en el mundo justificaba altas valorizaciones para todo el espectro de activos y que esa liquidez no desaparecería.

Curiosamente, el mismo presidente de la Reserva Federal de entonces, Alan Greenspan, había escrito que las fluctuaciones de precios serían moderadas y razonables, ya que el mercado contaba con los medios para arbitrar cualquier diferencia, y transferir la absorción de las diferencias que se produjeran.

En suma, parecía que el mundo estaba condenado a crecer sistemáticamente por sobre o cerca de su producto potencial, en un escenario

de tasas de interés bajas, y con instrumentos financieros sofisticados y suficientes para transferir los riesgos.

Sin embargo, esta ingenua percepción no consideraba el excesivo endeudamiento existente, ni que el comprador de los instrumentos que transferían el riesgo tendría que hacer las pérdidas y sus accionistas aumentar el capital de las mismas a fin de hacerles frente.

Y por supuesto, los agentes del mercado tampoco previeron el denominado “riesgo sistémico”, que con el uso de la securitización, los seguros de incumplimiento de pago, los derivados de todo tipo utilizados, empaquetados y vendidos, entre los mismos agentes del mercado financiero, necesariamente aumentaban ese riesgo.

El precio de los *commodities*, pero especialmente el del petróleo, comenzó a dispararse. Desde niveles de US\$ 12 el barril a fines de los 90 a los US\$ 147, de mitad del 2008. El acero, el cobre, el maíz, el trigo. Todo ello condujo al inicio de un proceso de inflación y a la creciente preocupación y consenso de que ella era una amenaza real. Con esto, la Reserva Federal debió iniciar un proceso de ajuste al alza de las tasas de interés.

Fue el proceso gradual de aumento de la tasa de interés de referencia, iniciado por la Reserva Federal durante el año 2006.

Al iniciarse el proceso de alza de tasas de interés de corto plazo, y no aumentar, sino bajar las de largo plazo, Alan Greenspan se preguntaba: ¿por qué las tasas largas caen si la Reserva Federal está en un proceso de aumento de las tasas cortas? En jerga financiera, la curva estaba invertida, y contrario a lo que ocurre normalmente, cuando las tasas cortas suben, esta vez las tasas largas caían en vez de subir. Alan Greenspan, recurriendo a una vieja palabra de raigambre babilónica, denominó como “*conundrum*” (“enigma”) financiero. Estaba realmente extrañado.

Sin embargo, lo que para la Reserva Federal de los Estados Unidos era un misterio, para los administradores de fondos más grandes del mundo era claramente señal de una grave recesión en ciernes. En efecto, cuando la curva se invierte, históricamente el mercado ha estado más bien acertado que errado al predecir recesiones. Es decir, como se dice vulgarmente, el “dinero inteligente” sabía que el sistema no resistiría el aumento de tasas, y resultaría en un desapalancamiento, que conduciría a una violenta baja de precios de acciones, bienes raíces, *commodities*, monedas de países emergentes, y en general, cualquier otro activo, salvo bonos del Tesoro de la economía más apalancada del mundo.

Era el fin del *carry trade*. Los inversionistas habían tomado posiciones en acciones, bonos, *commodities* y monedas de países emergentes, financiándose en la banca y los mercados financieros de Estados Unidos y Japón. Deudas a tasas bajas perseguían retornos a tasas más altas. Pero cuando la inflación amenazó a esas economías, y comienza el proceso de alza de tasas, los inversionistas deben iniciar el proceso de venta de

activos. Y esto fue lo que ocurrió en febrero de 2007, y luego en agosto del mismo año.

10. LA CAÍDA DE BEAR STERNS: EL INICIO DEL FIN

Inicialmente, para la mayoría de los agentes del mercado, las reiteradas bajas de precios de acciones financieras y *commodities* no eran más que una baja transitoria, en suma, una oportunidad histórica de compra.

Sin embargo, la caída de Bears Sterns en marzo del 2008 fue señal clara de que la crisis era realmente seria. Era el quinto banco de inversión de Estados Unidos, con activos por cientos de miles de millones de dólares y fue comprado por Wells Fargo con un préstamo directo de la Reserva Federal. Era un rescate encubierto.

Countrywide, la hipotecaria más grande de ese país, fue comprada por Bank of America. Parecía que todo era oportunidad de negocios. Pero no era así. Lo peor estaba por venir.

El golpe de gracia vino después, con la quiebra de Lehman Brothers, eminente banco de inversión, cuyas actividades primordiales eran la inversión en instrumentos de renta fija. Lehman Brothers era considerado un ejemplo de buena administración, seriedad y solvencia. Su colapso no pudo ser evitado, y según testimonio del presidente de la Reserva Federal, el domingo antes de entrar en quiebra se hicieron decenas de llamadas buscando un comprador, ofreciendo el respaldo del financiamiento de la Reserva Federal, sin éxito alguno.

A la caída de Bear Sterns, le siguieron la descapitalización de Merrill Lynch, Citibank, Bank of America, Wachovia y luego un continuo de liquidaciones de posiciones de la banca de inversión, y de los vehículos de inversión que canalizaron los ahorros de la última década: fondos de cobertura (denominados “hedge funds”), fondos de capital privado, vehículos especiales de inversión, y finalmente, a modo de golpe de gracia, las denominadas compañías de seguros más relevantes del mercado financiero de los Estados Unidos de América: AMBAC, MBIA, AIG, entre otras.

De allí en adelante, y dada la interconexión financiera dentro del mercado financiero más grande del mundo, y desde él hacia los mercados financieros de los otros mercados desarrollados, solo fue cosa de semanas para que el sistema financiero mundial completo quedara en estado de shock.

Los grandes bancos de Inglaterra, Holanda, Alemania, Francia e Irlanda, entre otros, entraron en crisis al enfrentar ingentes pérdidas producto de la existencia de colocaciones muy superiores a las captaciones y activos disponibles para financiarlos. Si el capital era escaso en Nueva York, en la economía más grande del mundo (US\$ 14.000.000.000.000 de PGB

anual), ¿por qué iba a estar disponible para países con economías más pequeñas?

La caída de Islandia, país de alrededor de 300.000 habitantes, modelo de la transformación de un economía pequeña, dedicada a la explotación pesquera, en una economía moderna, internacionalizada, con el ingreso per cápita más alto del planeta durante los años recientes, fue sin duda un golpe más a la confianza. Sin embargo, el hecho de que la banca de ese país haya mantenido colocaciones por más de diez veces el PGB del país, da luces claras de la causa de la crisis que hemos vivido.

En el caso de Chile, el mercado financiero y sus agentes enfrentaron el sorpresivo y violento choque con la realidad cuando las líneas de crédito en dólares de la banca extranjera desaparecieron a mitad de septiembre de 2008. El aumento violento de los *spreads* pagados a las colocaciones bancarias; la sequía en el mercado de moneda extranjera; la negativa de créditos para proyectos nuevos a partir de entonces; la necesaria y bienvenida inyección de liquidez por más de US\$ 7.000.000.000 que debió realizar el Banco Central de Chile en la banca local; la violenta caída del precio del cobre, celulosa y otros productos de exportación; y el déficit de cuenta corriente producto de las bajas de las exportaciones. Todos estos factores demostraron una vez más que Chile no es un país inmune ni aislado, sino, por el contrario, completamente integrado al resto del mundo.

11. EL ROL DEL CRITERIO CONTABLE DENOMINADO “MARK TO MARKET” EN LA DESCAPITALIZACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Se discute bastante en estos días respecto al rol que pudo haber jugado el criterio contable denominado “mark to market” (o fijación de precio a valor de mercado) en la actual crisis de descapitalización del sistema financiero mundial.

Dicho criterio, obligatorio para bancos, banca de inversión y fondos de toda clase, exige que se contabilicen a precio de mercado los instrumentos financieros del activo. Desde el año 2003 a comienzos del 2007 este criterio contable no generó problemas, ya que los activos subían de precio y, por tanto, las entidades financieras reflejaban aumento de utilidades, y por ende, de capitalización patrimonial.

Pero a contar de la crisis *sub-prime*, esto cambia, ya que todos los activos respaldados por hipotecas *sub-prime* cayeron de precio. Con ello vinieron las primeras pérdidas de magnitud. Inicialmente se pensó que esas pérdidas serían del orden de US\$ 200.000.000.000 a US\$ 300.000.000.000.

El problema fue que la regla de valorar “a mercado” los precios de los activos obligó a bancos e instituciones financieras a reconocer pérdidas en

instrumentos que realmente no tenían mercado por falta de compradores, producto de la restricción crediticia. Con ello, el efecto multiplicador de pérdidas de este criterio contable obligatorio fue devastador.

Pienso que es probable que se modifique, especialmente respecto de instrumentos de mediano y largo plazo. No es razonable tener que reconocer pérdidas porque un instrumento cae de valor en el mercado, si el emisor paga el cupón de intereses y capital y el tenedor lo mantiene en su cartera de activos.

Por otra parte, también creo que es probable que la Reserva Federal asuma un rol activo para dar liquidez a esta clase de instrumentos a futuro, ya sea mediante una cámara de compensación de inyección de liquidez, o algo parecido. No descarto que la Reserva Federal celebre acuerdos con bancos centrales de otros países, especialmente Japón y Europa, a estos efectos.

12. EL ROL DE LA “*UPTICK RULE*” EN LAS ABRUPTAS CAÍDAS DE LA BOLSA DE NUEVA YORK

Otro aspecto muy criticado durante esta crisis ha sido el rol de la Securities and Exchange Commission, que abolió hace un par de años la denominada regla *Uptick*. De este modo, los inversionistas de las bolsas en los Estados Unidos habrían quedado en manos de los vendedores de venta corta, quienes, a base de rumores y ventas masivas de acciones de entidades financieras, se enriquecieron a costa de casi todos los inversionistas.

En virtud de esta norma, los vendedores en la venta corta de acciones no podían volver a vender corto un título o valor, sino hasta después de haber una jornada en la cual el instrumento subiera de precio. Esto, sostienen los defensores de la regla, impide que mediante el uso de venta corta masiva, y rumores los vendedores de venta corta puedan destruir la valorización de una sociedad anónima que cotiza en bolsa.

La venta corta consiste en una operación en la cual un inversionista, que no es dueño de determinadas acciones, pide a su corredor obtener financiamiento del mercado, a fin de comprar y luego vender inmediatamente determinadas acciones. El dueño de esas acciones usualmente las vende al vendedor de venta corta, a cambio del pago de una tasa de interés más el capital que el inversionista debe pagar al final de la operación. Si las acciones bajan, el inversionista las recompra a menor precio, y las devuelve a su dueño, más el interés, quedándose con la diferencia entre el precio al que las vendió y el precio de recompra de las mismas. Si las acciones suben el inversionista pierde, y debe pagarlas al precio de mercado, más el interés, para devolverlas a quien se las prestó.

Algunos sostienen que la Securities and Exchange Commission, equivalente a nuestra Superintendencia de Valores y Seguros, fue la

gran responsable de haber eliminado una regla que hubiese impedido las caídas tan pronunciadas de las acciones. Esto será materia de largo análisis y discusión entre los economistas en el futuro, probablemente con numerosos *papers* e investigaciones. Ojalá conozcamos la conclusión antes de la próxima crisis.

13. LA FALTA DE REGULACIÓN ADECUADA

Un argumento sostenido hasta la saciedad recientemente es el de la falta de regulación.

Dicha falta de regulación comprendería, por una parte, la existencia de incentivos perversos a los administradores de entidades financieras, de tomar más riesgos a fin de obtener más utilidades y, por tanto, mayores recompensas económicas, por la vía de los bonos y las opciones sobre acciones de su empleador.

Otro aspecto dice relación con el rol de supervisión de los entes encargados de esa tarea, especialmente la Securities and Exchange Commission. El caso Meadoff no ha hecho sino confirmar a quienes sostienen esa tesis que la pasividad de ese órgano fue excesiva.

Si bien las consideraciones anteriores pueden tener mucho de verdad, no son la solución al problema. La verdadera causa de esta crisis, a mi juicio, fue el endeudamiento excesivo de las instituciones financieras, las personas y los Estados. Ello obedece a la evolución del sistema económico y no se puede señalar como culpables solo a los administradores de bancos.

Todos los beneficiados tienen un grado de participación. Y entre ellos, hay familias, personas, empresas, bancos comerciales y de inversión, pero también reguladores y legisladores.

En último término, el regulador es el legislador y sobre él recae la responsabilidad de dictar un marco legal adecuado, simple, suficiente y eficiente.

No se debe ignorar tampoco la discusión respecto al rol del *lobby* del sector financiero en los círculos legislativos responsables de estas materias.

14. EL SILENCIO DE REGULADORES, AUDITORES EXTERNOS Y ANALISTAS ECONÓMICOS

¿Por qué nadie advirtió la existencia de incentivos perversos, que necesariamente jugarían en contra de los equilibrios, y de un adecuado sistema de chequeos y balances de los conflictos de interés al interior de los mercados financieros?

¿Dónde estaban los auditores externos, las clasificadoras de riesgo, los analistas de inversión?, ¿dónde estaban las autoridades, como la Securities and Exchange Commission y el Federal Reserve?

¿Es realmente un problema de mala regulación, o más bien de falta de voluntad regulatoria de los legisladores producto del *lobby* de regulados?

Mirado en retrospectiva, lo que hemos presenciado es quizás la pérdida de riqueza más grande que ha ocurrido en la historia de la humanidad.

La economía con el mejor sistema financiero del mundo, con un sistema de chequeos y balances, nuevas leyes en materia de gobiernos corporativos, reguladores de primer nivel, un Estado de Derecho y tribunales que funcionan bien; en suma, un sistema político estable y un legislativo razonablemente bien ilustrados. Sin embargo, nada de ello sirvió para evitar la crisis financiera, la más grave y profunda desde la Gran Depresión.

15. PREDICCIONES ERRÓNEAS Y PREDICCIONES CORRECTAS

Las predicciones hechas por la mayoría de los economistas, los más calificados del mundo, a comienzos del año 2008, eran unánimes: el mundo crecería nuevamente sobre el 4%, y las economías emergentes se verían de nuevo favorecidas por el auge de las materias primas, producto del acelerado proceso de crecimiento en China, India, el sudeste asiático e incluso Latinoamérica.

El Fondo Monetario Internacional, en febrero de 2008 formuló similares predicciones, al igual que el Banco Mundial, y los bancos centrales de todo el mundo. Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, debidamente juramentado de decir verdad ante Dios, declaró ante el Comité de Finanzas y Banca del Congreso de los EE.UU., en mayo de 2007, que la crisis denominada *sub prime* estaba “bien contenida”, y no contagiaría al resto de la economía. Similares declaraciones se oyeron de parte del Secretario del Tesoro de esa poderosa nación, quien descartó una crisis financiera.

En suma, el consenso de los economistas no previó nada de lo que posteriormente ocurrió. ¿Cómo pudo pasar eso?

En el plano político y económico, que es donde se juega el precio de los activos, parece que no existen tales reglas universales, permanentes y siempre comprobables. Y no puede haberlas, ya que en el juego de la oferta y la demanda están involucrados seres humanos, que toman decisiones individuales y que pueden variar sustancialmente en función de sus percepciones.

Proyectar al futuro los resultados pasados es el error de siempre. Hubo mucha ingenuidad, ya que olvidaron que la disciplina que profesan no es una ciencia exacta, sino una ciencia social. Por tanto, sujeta a los vaivenes de la elección popular en forma diaria (eso son los mercados de los distintos bienes y servicios).

Pero sí hubo quienes advirtieron lo que venía. Es verdad que sus advertencias fueron hechas con algunos años de antelación. Pero no

fueron escuchados por los medios de comunicación masiva, y pocos les prestaron atención.

Uno de ellos es el economista y profesor de la Cátedra de Economía Ludwig von Mises, de la Universidad de Columbia. Me refiero al profesor Hans Sennholz. Abogado de profesión, luego piloto de guerra en la Segunda Guerra Mundial, y que derribado por el enemigo, fue detenido en un campo de prisioneros en California hasta el fin de la guerra, por ser considerado un piloto peligroso. Sin resentimiento alguno, al ser liberado luego de terminada la guerra, el profesor Sennholz se dirigió a la ciudad de Nueva York, siguió estudios de Economía con el insigne economista, fundador de la denominada Escuela Austriaca, Ludwig von Mises. En sus ensayos mensuales, publicados en internet, advirtió respecto al sobreendeudamiento, el abuso de los derivados y las burbujas en los distintos mercados, producidas por una política de tasas de interés excesivamente bajas. Tasas bajas, artificialmente bajas, sostenía el profesor Sennholz, destruyen el ahorro, crean burbujas transitorias en los precios de los activos (acciones, bonos, bienes raíces, *commodities*, monedas), que luego es necesario destruir subiendo las tasas de interés, lo que contribuye a las caídas en los ingresos y, por tanto, al espiral deflacionario de bajas de precios posterior. Denunció asimismo una política continua, desde fines de los 80, de bajas artificiales de tasas, burbujas y explosiones violentas de las mismas.

Gary Shilling, destacado economista, ex directivo de Merrill Lynch, que predijo con certeza absoluta en su obra "Deflation"¹, publicada en el año 2000, una caída de las bolsas de cerca del 50% en EE.UU., las devaluaciones en los mercados emergentes, las caídas de los *commodities* y de las tasas de interés de los bonos del Tesoro a menos del 3% (estaban sobre el 5,5% cuando hizo la predicción, y por supuesto, el bono del Tesoro a 10 años llegó a transarse bajo el 2% anual). Los seguidores de Gary Shilling no solo preservaron su patrimonio entre el 2000, año de publicación de su libro, y el 2009, año de publicación de su artículo. Su consejo de comprar bonos del Tesoro a 30, 20 y 10 años y bonos "cupón cero", arrojaron utilidades de 50% al menos en ese plazo, además de la revalorización del dólar, que pronosticó correctamente.

Nuriel Roubini, profesor de la Universidad de Nueva York al igual que Gary Shilling, predijo el desinfe de la burbuja inmobiliaria, la caída del sistema financiero, la recesión profunda en los Estados Unidos de América.

Stephen Roach, Economista Jefe para Asia de Goldman Sachs, que predijo al menos desde 2006 que no existiría desacople alguno de las economías emergentes de la norteamericana, y por tanto una recesión global producto de la desaceleración de ese país, de los desequilibrios

¹ *Deflation, How to Survive...*, ver Gary Schilling, McGraw-Hill, 1999.

y de la burbuja inmobiliaria artificial, y de la política de tasas de interés bajas de la Reserva Federal, luego del terrible atentado terrorista de 2001 en las Torres Gemelas y en el Pentágono.

En este grupo cabe incluir a un insigne operador financiero, Jim Rogers, cofundador y administrador del fondo Quantum, que junto a George Soros, legendario icono de la especulación financiera internacional, aprovechó una coyuntura favorable obteniendo más de US\$ 4 mil millones en la venta corta de libras esterlinas (que algunos incluso alegan forzó una acción desesperada de defensa de esa moneda por parte del Banco de Inglaterra). Experimentado viajero-inversionista, ha dado dos veces la vuelta al mundo en motocicleta, y luego, en su Hummer amarillo, recorriendo los más insólitos lugares para entrevistarse con empresarios, mozos de restaurantes, policías, prostitutas, administradores de fondos e incluso personas del bajo mundo, a fin de interrogarlos y formarse una completa opinión del panorama económico, político y social de cada país. Jim Rogers en forma gráfica criticó los excesos de aquellos jóvenes de 29 años trabajando en Wall Street, y que manejan Masseratis o Porsches de US\$ 150 mil como una extravagancia, algo no visto en ningún país del mundo.

Marc Faber, otro versado operador financiero (apodado Dr. Doom) quien desde Suiza, ya desde 2007, advertía a sus seguidores que quienes trabajaban en Wall Street harían bien en retirarse, irse al campo y comprar un tractor, ya que la debacle que vendría los dejaría cesantes y sin ahorros (consejo que seguramente nadie siguió), realidad que un par de cientos de miles enfrentan actualmente, lamentablemente.

Jim Shepard, que con un simple modelo predictivo advirtió meses antes a sus clientes de la necesidad de vender todos los activos, para invertirlos en bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América, estrategia similar a la de Gary Shilling y con los exitosos resultados ya mencionados.

Finalmente, y entre nosotros, el destacado profesor de Derecho Económico en la Escuela de Derecho de la Universidad de Chile, el abogado y empresario Ricardo Claro Valdés, que predijo la extensión y profundidad de la crisis con casi un año de antelación.

En suma, en el arte de las predicciones económicas el consenso mayoritario estuvo equivocado, y los análisis que parecían más pesimistas, resultaron los correctos.

16. DE LA BURBUJA AL *DELEVERAGE* O *DESAPALANCAMIENTO* MÁS GRANDE DE LA HISTORIA

Y este es el corazón de la crisis financiera más grave desde la Gran Depresión: una burbuja de precios, un apalancamiento o endeudamiento excesivo, en un ambiente de tasas de interés bajas, globalización, aumento del comercio mundial y optimismo, que, en ausencia de una regulación

que limitase ese sobreendeudamiento, condujeron a un sistema financiero insolvente cuando comenzó el proceso de alzas de tasas. Esto llevó a un espiral de caída de los precios, a una contracción crediticia y al repliegue de la demanda agregada a nivel mundial.

Los bancos de inversión, fondos de cobertura, fondos de inversión y personas naturales altamente endeudadas, ya sea mediante el denominado *carry trade*, en acciones, bonos y monedas de países emergentes, en bienes raíces en países desarrollados, en bonos securitizados respaldados por activos inmobiliarios en los EE.UU., debieron deshacer sus posiciones para pagar sus deudas cuando la inflación comenzó a mostrar tasas superiores a las de la meta de la Reserva Federal, que se vio obligada a iniciar el proceso de alza de tasas de interés.

A partir de ese momento, comienza el no pago de deudores hipotecarios de bonos securitizados. Ello conduce a la pérdida de valor de esos bonos. Al no haber precio de compra de los mismos, los bancos, fondos e inversionistas que hacen oferta pública de acciones debieron mostrar sus activos en sus balances a valorización de mercado. Y esos activos valían poco o nada. Con ello, los balances de los bancos se vieron gravemente deteriorados.

El dinero inteligente sabía lo que venía, y deja de comprar toda clase de activos financieros, desde bonos securitizados a bonos municipales. Con ello, se contraen el crédito, la liquidez y, por tanto, se extiende aún más la pérdida de valor de los instrumentos financieros, incluso a los más seguros.

Las cuentas de "money market" (fondos mutuos de efectivo de corto plazo) comienzan a reflejar parte de esas pérdidas: en todos ellos hay papeles "tóxicos". Algunos pierden un 1%, otros un 10%, 20% o más. La cuota de esos fondos cae bajo el precio fijado al inicio, US\$ 1 por cuota, con lo que el pánico se extiende a todo el mercado financiero.

Los inversionistas deciden poner su dinero sólo en los instrumentos más seguros. En Estados Unidos, son los bonos del Tesoro a 2, 5, 10 y 30 años. Las tasas de interés que retornan esos papeles caen a niveles nunca vistos (el bono del Tesoro a 10 años llegan a rentas menos del 2,6% al año).

Los inversionistas ya no se preocupan del retorno de su dinero, sino que le retornen su dinero.

Los bancos no quieren ni pueden otorgar créditos, causando el efecto multiplicador del dinero que genera el crédito, pero a la inversa. Es decir, contrayendo en forma abrupta, y multiplicada, la disponibilidad de crédito y por tanto de dinero en la economía más grande del mundo, en los mercados financieros, de *commodities*, hasta el punto de paralizar el comercio exterior internacional. Así se atenta directamente contra el proceso de globalización difícilmente construido en el último decenio, luego de la caída del muro de Berlín, la aprobación del Tratado del GATT (OMC), y

la incorporación plena al mismo de China, de India, y la mayoría de las naciones emergentes del planeta, junto a los países más desarrollados.

17. LA REACCIÓN DE LOS ESTADOS: EL USO DE LA POLÍTICA FISCAL

La violenta contracción crediticia ha tenido como efecto la decisión por parte de los gobiernos de los países afectados de usar la política fiscal en forma masiva para estimular la demanda agregada, el crecimiento económico y la vuelta a una cierta normalidad. Sin embargo, esto ocurre en un momento en que esos mismos Estados muestran cifras altísimas de déficit fiscal.

Solo en los primeros dos meses del año fiscal 2009 las cuentas públicas muestran en promedio un déficit superior al de todo 2008. El precio del oro ya muestra señales de alza significativa.

Hay voces que ya alertan el posible efecto de *crowding out* que ello acarreará: el capital preferirá prestar a los Estados antes que a los privados. Los Estados pueden siempre imprimir dinero; los privados en cambio pueden caer en quiebra.

¿Cómo obtendrán ese dinero los Estados? No podrán aumentar los impuestos, por lo que deberán recurrir al endeudamiento. Y ello puede redundar en un aumento de las tasas de interés de largo plazo. Por ello, la Reserva Federal ya ha anunciado que comprará bonos del Tesoro de largo plazo. Se prepara para la venta masiva de esos papeles por parte de los inversionistas, que parece comenzará pronto.

Por otra parte, también existe el riesgo de pérdida de valor o devaluación de las monedas de aquellos países que no cuentan con reservas abundantes. La situación de balanza de pagos, gravemente deteriorada, para todas las economías emergentes (Rusia incluida, por la caída del precio del petróleo), ya se refleja en la devaluación de sus monedas.

Las tensiones geopolíticas aumentan, y casos como el corte de gas a Ucrania por parte de Rusia son un botón de muestra de lo que ocurre cuando los desbalances económicos perjudican a los que dependen de los mercados de exportación de *commodities*.

Sin duda, este es un tema que ocupará buena parte de las noticias de los próximos meses, y el desenlace no dejará de sorprendernos.

18. EL ROL DEL DERECHO

Entre todos los sistemas económicos que se han experimentado en la historia de la humanidad, el de economía de mercado ha sido lejos el más beneficioso para más personas y para el mundo como un todo. Los sistemas centralizados han demostrado su absoluta ineficiencia productiva.

Los sistemas mixtos realmente no existen y terminan siendo sistemas de mercado, con algo de actividad estatal, o sistemas centralizados, con

algo de libertad económica. Nuestra experiencia es que, mientras más libertad, más riqueza se crea.

El rol del Derecho debe ser proveer un marco normativo que permita a los administradores de la política económica (distintos órganos y personas jurídicas del Estado) intentar alcanzar los óptimos de consenso de la economía (crecimiento económico, pleno empleo, estabilidad en el nivel general de precios, estabilidad en la balanza de pagos, adecuada distribución de la riqueza, crecimiento sustentable con el medio ambiente, desarrollo tecnológico, entre otros).

El Derecho no resuelve el problema económico. Lo deben resolver las personas, las empresas, el Estado; cada uno dentro de su órbita de competencia.

El Estado debe dictar las normas jurídicas que no impidan, obstaculicen o se contrapongan con la búsqueda de los óptimos económicos. Pero a cada uno de los ciudadanos de cada país corresponde buscar su mayor realización material y espiritual posible.

No es realista pensar que el Estado proveerá las soluciones al problema económico, ni que obtendrá los óptimos económicos de consenso.

Por tanto, esta crisis no debe llevar a creer en que el Estado impedirá este tipo de situaciones a futuro por la vía regulatoria. Ello es absolutamente imposible.

Más de dos mil años de experiencia nos demuestra que las instituciones jurídicas que permanecen son las que realmente sirven para su propósito.

El contrato de sociedad, los principios de autonomía de la voluntad, del *pacta sunt servanda*, las limitaciones de orden público que sean necesarias, un marco regulatorio para los mercados de valores que obliguen a difundir información al mercado, la confección de balances y estados financieros, las auditorías contables, las clasificaciones de riesgo, todo ello apunta en la dirección correcta.

Pienso que la pieza que falta en el sistema es una limitación al endeudamiento de las entidades que reciben dinero del público, ya sea por la vía de emisiones de acciones, bonos y otros valores. Igualmente, la sobreexposición de las compañías de seguros al otorgar pólizas que exceden su real capacidad financiera.

Una limitación al *leverage*, endeudamiento o apalancamiento, es razonable. Cuál es el múltiplo más adecuado, debe ser determinado en función de un análisis de riesgo individual y del sistema. Apalancamientos de 25, 30 o 40 veces, sin duda parecen excesivos. Apalancamientos de 5 a 12 veces, quizás no. Esto es materia de un profundo análisis financiero, histórico y de proyecciones que probablemente ocupará parte importante del debate en los próximos años.

19. EL ROL DE LA ÉTICA

Sin duda, una pieza fundamental del sistema de economía de mercado es el sustento ético del sistema. Una economía de mercado sin sustento ético alguno es solo una expresión de darwinismo social. Por ello, es necesario tener claridad de aquellos aspectos éticos más relevantes, tales como la eliminación o reducción al mínimo de los incentivos perversos para los administradores de recursos; una administración adecuada de los conflictos de interés, en favor de los terceros y no de sí mismos; un sistema razonable de compensación a los cargos ejecutivos superiores, que no vaya en desmedro de la calidad de las carteras de las instituciones financieras; un control respecto de la calidad de las regulaciones adoptadas; un mejor sistema de control por parte de auditoras y clasificadoras de riesgo, que no deben limitarse a ser asesores de sus clientes auditados o clasificados, sino servir el interés de los accionistas, acreedores y contrapartes de las mismas.

Me parece justo recordar en este acápite que el denominado “padre de la economía” era un devoto abogado escocés, profesor de Filosofía Moral de la Universidad de Edimburgo. No fue su intención fundar la ciencia económica, sino simplemente dejar constancia de sus observaciones empíricas, coherentes por lo demás con su pensamiento: allí donde el Estado no interviene, opera la libre competencia y, en ausencia de monopolios, hay más prosperidad para los individuos y los Estados, especialmente gracias al aprovechamiento de las ventajas comparativas.

Las revoluciones políticas del siglo XVIII no solo sirvieron para consolidar las repúblicas modernas; también sirvieron para modificar profundamente el orden jurídico, y por tanto socioeconómico, hasta entonces imperantes. Desaparecidas las monarquías, consolidados los Estados representantes de la soberanía popular, eliminados los estamentos, abolidos los títulos nobiliarios (que en sí no eran mayor problema para nadie), y eliminadas las exenciones tributarias de la nobleza, aristocracia y el clero (que eran la verdadera causa de descontento social), nace al mundo del Derecho la igualdad ante la ley y la libertad de contratar (expresada en el famoso principio de la autonomía de la voluntad), que junto al viejo concepto del *pacta sunt servanda* (“lo pactado obliga”) acuñaron el fundamento sobre el cual se han construido los Estados modernos tal como los conocemos hasta nuestros días.

Los legisladores decimonónicos, desde Napoleón (y los grandes juristas que redactaron el Código Civil francés, y aquellos otros que Napoleón luego impuso en Europa) hasta sus seguidores latinoamericanos, entre ellos el gran Andrés Bello (que no les va en zaga, y quizás les supera), fundaron toda la arquitectura jurídica contenida en el Código Civil, y luego en el Código de Comercio, en los principios antes referidos. Luego el Estado monárquico se bate en retirada, y las libertades individuales son

dejadas a su arbitrio, con los solos límites impuestos por la ley, la moral, el orden público, e incluso las buenas costumbres.

La legislación mercantil del siglo XIX no se apartó de ese ideario, profundizando quizás aún más en el mismo, permitiendo la formación de sociedades, incluso la creación de bancos comerciales con su propia emisión monetaria; la constitución de compañías de seguros, navieras, de cabotaje, casas de cambio, comercios, industrias y otras actividades que con el correr de los años llevaron a la humanidad a relegar al olvido el pasado reciente.

El aumento del comercio internacional fruto de la estabilidad política, la libertad de contratación, el acceso a la justicia para hacer cumplir lo pactado, llevaron al mundo a un proceso creciente de aumento de la producción de bienes y servicios, la industrialización, la internacionalización, la expansión de los mercados, el aumento de la población, y a un verdadero estado de continuo crecimiento. La creación de las máquinas y aparatos, tales como la caldera a vapor, los telares mecanizados, los buques a vapor, el teléfono, la ampolleta, las redes de gasoductos, e incluso los cables de telecomunicaciones transatlánticos, operando desde Europa a Estados Unidos, Asia y América Latina a fines del siglo XIX; las grandes obras de ingeniería, tales como el ferrocarril, que recorre los Estados Unidos de este a oeste, los puentes que atraviesan ríos internacionales, los canales que permiten ahorrar días de navegación innecesarios y riesgosos, como el canal de Suez y luego el de Panamá; todo ello configura un mundo que crece a tasas no vistas anteriormente en la historia de la humanidad.

Es verdad que el proceso de crecimiento y desarrollo del mundo se ha visto interrumpido por graves crisis, tanto en 1929 como ahora, y en varias otras crisis de menor magnitud. Pero ello es parte del sistema. La economía es una ciencia humana. Son las decisiones humanas, especialmente las políticas y jurídicas, las que determinan el resultado económico.

No existe ningún sistema económico mejor que el sistema de mercado: es el que más riqueza, y con mayor rapidez, ha creado en la historia de la humanidad.

Sin duda, el sistema debe ser complementado con una fuerte base ética, en todos los participantes, gobiernos, empresas, consumidores, reguladores, Estados. Sin esa fuerte raigambre moral, los agentes económicos abusan del sistema. Y para ello, el Derecho debe proveer contenido. Así lo hacen distintas ramas del mismo, desde el Derecho Constitucional al Derecho Penal.

La libertad individual, el derecho de propiedad, la búsqueda del bien individual y común, un Derecho adecuado a estos principios, y el respeto de la naturaleza humana, son elementos esenciales para que el sistema económico cumpla su cometido: la mayor realización material y espiritual posible, como señala nuestra Constitución Política.

LA TEORÍA DE LOS MERCADOS EFICIENTES COMO GARANTÍA DE UNA CORRECTA FISCALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

ÓSCAR ZARHI VILLAGRA
Profesor Derecho Económico
Universidad de los Andes

I. INTRODUCCIÓN

La fiscalización que ejercen los entes reguladores es una carga a la que se ven sujetos los que operan en mercados regulados, en virtud del alto interés público comprometido. Dicha fiscalización obliga tanto al fiscalizador como al fiscalizado a incurrir en numerosos costos, forzando a la autoridad a ejercer sus facultades de manera eficiente para no afectar el normal funcionamiento del mercado. Sólo en la medida que la fiscalización sea llevada a cabo bajo criterios de selectividad, racionalidad, justicia, transparencia e información, se garantizará la eficiencia de esta función. El mercado de valores es un mercado altamente regulado que requiere una permanente y acuciosa fiscalización para asegurar el cumplimiento efectivo de su normativa. Sin embargo, resulta materialmente imposible que los entes reguladores fiscalicen a todos en todo, de lo que se deduce la importancia de que la función fiscalizadora sea ejercida en forma selectiva para garantizar el respeto por las fuerzas que naturalmente mueven y orientan al mercado.

En un país como Chile, donde el mercado de valores carece de la profundidad que estos mercados tienen en países desarrollados, resulta especialmente necesario que la fiscalización sea eficiente de manera de, por un lado, erradicar las prácticas que afectan su crecimiento y credibilidad y, por el otro, se propenda, en la medida de lo posible, a generar una autorregulación.

El presente estudio es una introducción a la Teoría de los Mercados de Capitales Eficientes¹ (TMCE) para efectos de que se tenga en cuenta en el debate permanente sobre la forma de llevar a cabo la fiscalización de este mercado. Estamos convencidos de que la correcta aplicación de esta teoría por parte de la autoridad del ramo permitirá una mejor utilización de sus recursos –sin que esto, por supuesto, comprometa su efectividad– y de los entes fiscalizados, traduciéndose en una mayor utilidad social.

Para efectos de determinar si acaso la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) tiene actualmente en consideración la TMCE, analizaremos la sanción aplicada en 2007 por la SVS al accionista y director de LAN S.A. señor Sebastián Piñera. El estudio de dicho caso nos permitirá ver si la sanción impuesta por la SVS fue correcta desde la perspectiva de la TMCE o si, por el contrario, existe la posibilidad de instar por su aplicación efectiva de manera de colaborar en la construcción de un sistema de fiscalización más eficiente.

II. TEORÍA DE LOS MERCADOS DE CAPITALS EFICIENTES

1. LA INTUICIÓN BÁSICA

La intuición básica de la TMCE es que el precio de los valores “en cualquier momento “reflejan totalmente” toda la información disponible”². Algunos autores han precisado que el requisito de que los precios reflejen totalmente la información significa que los precios deben comportarse “como si todos conocieran” la información relevante³. El que se dé un reflejo total de la información implica la existencia de una identidad hipotética entre dos equilibrios en el mismo mercado, esto es, el equilibrio que naturalmente se generaría si todos conocieran la información y el equilibrio que se observa en la realidad. El mercado será eficiente cuando los dos equilibrios antes señalados sean idénticos.

Una de las consecuencias derivadas de la eficiencia del mercado es que el precio de las acciones no tendrá un ciclo regular y predecible, sino que su evolución seguirá un “camino aleatorio” cuyo célebre concepto en inglés es el de *random walk*. Por lo tanto, un mercado en el cual los precios siempre reflejan el *mix* total de información disponible se considera como eficiente y como tal impedirá la implementación y

¹ En inglés “Efficient Capital Market Hypothesis”.

² Fama, Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. The Journal of Finance, Vol. 25, N° 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. Diciembre, 28-30, 1969 (Mayo, 1970), pp. 383-417.

³ Beaver, Market Efficiency, 56 Acct. Rev. 23, 24 (1981).

desarrollo de reglas o estrategias de comercialización de valores que permitan ganarle al mercado.

2. DISTINTOS NIVELES DE EFICIENCIA DE MERCADO

Descrita la intuición básica detrás de la TMCE, comienzan de inmediato a plantearse las inquietudes sobre el alcance de la teoría. Cuando decimos que un mercado es eficiente y como tal el precio de las acciones refleja toda la información disponible, es necesario efectuar un análisis más profundo a fin de que esta teoría sea útil y no se quede en un planteamiento puramente teórico. La doctrina dedicada al estudio de esta teoría ha distinguido tradicionalmente tres formas en las que se presenta un mercado eficiente:

a) Forma débil de mercado eficiente (*weak form market efficiency*)

El mercado será eficiente en su forma débil cuando el precio de los valores refleje toda la información contenida en los precios históricos. Si aceptamos que el mercado de valores es eficiente en su forma débil, significa que ningún *trader* podrá anticipar el comportamiento a futuro del precio de un determinado valor basándose únicamente en la observación de los precios pasados, en atención a que éstos se encontrarán desde ya reflejados en el precio actual del valor⁴.

Esta forma de eficiencia de mercado le quita credibilidad a la supuesta capacidad que tiene el análisis técnico de las acciones para ganarle al mercado. En atención a que el planteamiento acerca de un modelo de mercado eficiente señala que sólo la existencia de nueva información puede afectar el futuro precio de equilibrio de un valor, y considerando que la producción de información es esencialmente un proceso aleatorio, los analistas técnicos no deberían ser capaces de elaborar reglas de comercialización de valores basadas en información histórica que les otorguen ventajas respecto del resto del mercado, dado que tal información se encuentra desde ya internalizada en el precio actual del valor.

b) Forma semifuerte de mercado eficiente (*semi strong form market efficiency*)

La forma semifuerte de eficiencia de mercado plantea que, en cualquier momento, los precios de los valores reflejan toda la información disponible de manera pública. Es decir, los precios incorporarán los efec-

⁴ Dennis, Roger J., Materiality and the Efficient Capital Market Model: a Recipe for the Total Mix, 25 Wm. & Mary L. Rev. 373 (1984), p. 376.

tos de la información relacionada con los aumentos de capital, política de dividendos, nombramiento de directores, fluctuaciones de mercado, publicación de estados financieros, etc.

Al igual que en el caso de la forma débil de eficiencia de mercado que le restaba credibilidad al análisis técnico de los valores, la eficiencia de mercado en su forma semifuerte descarta la labor que realiza el análisis fundamental de valores, desechando que éste permita obtener retornos superiores al mercado. El análisis fundamental se basa en la creencia que de la evaluación de la información públicamente disponible –factores fundamentales–, tales como son las perspectivas de la industria, desarrollos de productos esperados, etc., un analista podrá anticipar el futuro de una compañía mejor de lo que lo haría el mercado. Enfrentado a tal planteamiento, la TMCE en su forma semifuerte hace presente que cuando un mercado es eficiente habrá gran cantidad de inversionistas evaluando la misma información y, por lo tanto, ningún *trader* podrá obtener ventajas sobre los demás.

La competencia por producir información útil y la competencia por evaluar la información generan como resultado un nuevo precio de equilibrio de manera tan rápida, que no es posible obtener retornos superiores a los de mercado⁵.

c) Forma fuerte de mercado eficiente (*strong form market efficiency*)

Finalmente tenemos la forma fuerte de eficiencia de mercado que se da cuando los precios de los valores reflejan toda la información, tanto aquella que se encuentra disponible de manera pública como aquella que no lo está. Si esta forma de eficiencia de mercado fuere cierta, ningún actor del mercado podría obtener retornos derivados de su estrategia de inversión superior a los demás, incluso como resultado de su acceso a información privilegiada. A diferencia de lo que ocurre con la forma débil y semifuerte de eficiencia de mercado, que indagan acerca de las oportunidades comerciales que se generan por el uso de ciertos tipos de información, no existen antecedentes que permitan verificar esta forma de eficiencia de mercado⁶.

Además comprobar la efectividad de esta forma de eficiencia de mercado presenta complicaciones básicas, como es el hecho de que los investigadores puedan saber acerca de la existencia de tal información. Por estos motivos, los estudios que buscan probar la existencia de esta forma de eficiencia de mercado deben indagar en forma indirecta si acaso existen oportunidades de comercialización que se generen como resultado

⁵ Dennis, Roger J., ob. cit., p. 377.

⁶ Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 (1984). p. 556.

del acceso a información privilegiada. Estos estudios buscan identificar a los inversionistas que probablemente posean esa clase de información y determinar si acaso estos *traders* consistentemente obtienen retornos superiores al promedio del mercado.

Cabe señalar que existe evidencia que sustenta la eficiencia de los mercados en su forma débil y semifuerte, no así en el caso de la eficiencia de mercado en su forma fuerte. Por el contrario, existen pruebas de que aquellos que tienen acceso a información privilegiada cuentan con una ventaja que les generan retornos superiores a los que obtienen aquellos que sólo tienen acceso a la información que se encuentra disponible en el mercado.

3. EL SIGNIFICADO DE LA EFICIENCIA DE MERCADO

Ya conocemos la intuición básica de la TMCE; sin embargo, hay distintas maneras de enfocar la forma como se llega a concluir que nos encontramos ante un mercado eficiente. Existen a lo menos dos visiones sobre esta materia. Una primera visión conocida como “eficiencia operacional” es aquella que ve que un mercado es eficiente cuando no es posible desarrollar una regla de comercialización que sistemáticamente le gane al mercado (neto de costos de transacción), sin que se posea información privilegiada. La segunda definición, conocida como “eficiencia de valor”, es aquella que considera que un mercado es eficiente en la medida que el precio de las acciones refleje el valor presente de los flujos futuros netos de los activos de una empresa⁷.

a) Eficiencia operacional de mercado⁸

Sabiendo lo que se entiende por esta clase de eficiencia de mercado, para que ésta sea cierta se requiere que la respuesta de los mercados a la aparición de nueva información se dé rápidamente. El mercado y los mecanismos que operan para que los precios reflejen la nueva información son más o menos eficientes dependiendo de cuán rápido ellos generan precios de equilibrio eficientes. La eficiencia relativa es una medida de la velocidad con la cual la nueva información es reflejada en el precio.

b) Eficiencia de valor de mercado

La eficiencia de valor considera que los precios son el mejor indicador de valor de los activos subyacentes de una empresa, en el entendido

⁷ Fischel, Daniel, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 *Cornell L. Rev.* 907 (1989), p. 913.

⁸ Gilson & Kraakman, *ob. cit.*, p. 560.

de que nadie tiene acceso a información privilegiada que desvirtúe tal información. No existen pruebas que sugieran que hay un mejor modelo para evaluar el valor de los activos de una empresa –cuyas acciones se transan en bolsa– que el precio al cual se cotizan sus acciones. Existe eso sí un problema con la eficiencia de valor derivado de la existencia de *noise traders*, es decir, aquellos *traders* cuyas decisiones no se basan en expectativas racionales sobre el valor de los activos sino en otros factores de dudosa racionalidad. Existen pruebas de que un número significativo de *traders* se comportan como si los mercados de valores no fueran eficientes. Estos individuos no sólo siguen estrategias de inversión basadas en la supuesta valoración equivocada de las acciones por parte del mercado –lo que los lleva a una permanente búsqueda de “oportunidades”– sino que también son influenciados por modas pasajeras y tendencias. La conducta de estos *traders*, que no toman en cuenta la eficiencia del mercado, genera una volatilidad excesiva en el precio de las acciones en relación con el valor de los activos subyacentes. Cualquiera sea el caso, la existencia de *noise traders* incrementa la volatilidad del mercado pero no crea un sesgo hacia el alza o la baja en la valoración de las acciones. Los precios continúan siendo el mejor indicador de valor, incluso asumiendo que se ven afectados por *traders* con motivaciones de orden psicológico más que en relación con el valor de los activos subyacentes⁹.

4. MECANISMOS EN LOS QUE SE BASA LA EFICIENCIA DE MERCADO

A esta altura ya ha quedado en evidencia que la información es un concepto clave dentro de la TMCE, dado que es ella la que permite que los valores, con relativa rapidez, alcancen un nuevo equilibrio.

En su sentido más amplio se entiende por información aquellos antecedentes que alteran o tienen la capacidad de alterar nuestra opinión sobre cuál es el precio adecuado de un activo. Para estos efectos, tradicionalmente se ha distinguido entre dos tipos distintos de información que tienen relación con el precio de un activo: la información “dura” que es aquella referida a hechos conocidos, y la información “blanda” que tiene que ver con pronósticos y estimaciones¹⁰.

Dado que el precio de los valores en último término depende de las expectativas sobre flujos futuros, la información dura, es decir aquella relativa a hechos conocidos, difícilmente será la única información de interés. Incluso un *trader* completamente informado acerca del pasado deseará tener acceso a proyecciones sobre eventos futuros que pudieren tener efecto en los flujos futuros. Sin embargo, como se trata de

⁹ Fischel, Daniel, ob. cit., p. 914.

¹⁰ Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 561.

pronósticos acerca del futuro, éstos son esencialmente inciertos independiente de los fundamentos que se pudieron haber tenido en cuenta para formularlos.

Entendiendo la relevancia que tiene la información para la adecuada operación de la TMCE, pasamos a continuación a revisar la intuición detrás de los mecanismos que explican cómo opera la incorporación de nueva información en el precio de equilibrio de los valores, y que son la “comercialización universalmente informada”, “comercialización profesionalmente informada”, “comercialización informada por derivación” y “comercialización desinformada”¹¹.

a) Comercialización universalmente informada (*universally informed trading*)

Este mecanismo funciona sobre la base de un mercado en el cual todos los *traders* son efectivamente informados, sin costo y simultáneamente, lo que hace que los precios se comporten como si todos los *traders* conocieran la información. El ejemplo más simple de este mecanismo es la información histórica, aquella que se encuentra incorporada en los precios de los valores. La actividad permanente del mercado asegura la distribución de esta información entre todos los *traders* interesados, y precisamente porque todos conocen esta información, no se espera que su conocimiento le otorgue ventajas a ninguno de ellos. Este mecanismo es coherente con la forma débil de eficiencia de mercado.

b) Comercialización profesionalmente informada (*professionally informed trading*).

Un gran porcentaje de la información pública no se encuentra universalmente diseminada entre los *traders*. Muchos *traders* carecen de sofisticación como para hacer un uso completo de la información técnica contenida en la información que las compañías revelan por mandato legal o de manera voluntaria. Además de lo anterior, cierta información también en un principio sólo se le entrega a un grupo reducido de analistas y profesionales que operan en el mercado de valores. En estos casos los autores han señalado que un ajuste rápido de los precios no requiere de amplia diseminación de la información, sino que bastará con que tome conocimiento de ella un grupo reducido de *traders* de aquellos que controlan un volumen relevante de las operaciones.

En estos casos los precios reflejarán la información semipública mediante un ajuste rápido de los precios. En los actuales mercados de valores, la minoría dominante de operadores informados es la comunidad

¹¹ Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 567.

de profesionales del mercado conformada por investigadores, corredores, administradores de carteras, quienes destinan parte importante de su actividad a adquirir información. El volumen de operaciones que estos profesionales controlan, directa o indirectamente, es suficiente para asegurar una rápida asimilación en el precio de la información más rutinaria. Este mecanismo es compatible con la forma semifuerte de eficiencia de mercado.

c) Comercialización informada por derivación (*derivatively informed trading*)

No toda la información es pública, incluso dentro de la comunidad de analistas. *Corporate insiders* y expertos bursátiles, por ejemplo, tienen acceso a información que sería muy cara de obtener para otros. Esta forma de eficiencia de mercado se basa en la información que se filtra al mercado como resultado de las transacciones mismas. La filtración de información puede asumir variadas formas.

La filtración pura y simple, correspondiente a la filtración inconsciente, comunicación directa de información operacional a terceros, difícilmente juega un rol en hacer más eficientes a los mercados de valores. Más allá de la revelación directa por accidente o robo, existen dos formas de filtraciones indirectas que también contribuyen a la eficiencia de mercado. Estas son la decodificación comercial y la decodificación de precios.

La decodificación comercial se da cuando operadores desinformados vislumbran información comercial mediante la observación directa de las transacciones efectuadas por operadores informados. Este efecto ha sido investigado por la doctrina y ha concluido que la baja en el precio de las acciones es especialmente pronunciada cuando los vendedores son ejecutivos u otros *insiders* del emisor. La baja es moderada cuando los vendedores son fondos de inversión y fondos mutuos. La baja casi no se nota cuando los que venden son *traders* quienes pueden liquidar sus posiciones por motivos distintos de un buen retorno sobre la inversión.

La consecuencia más clara de este mecanismo de eficiencia de mercado es que *traders* desinformados utilizan la identidad de grandes vendedores para *deducir* si acaso es probable que éstos posean información valiosa y proceder a comercializar sobre esa base. En concreto en el caso chileno la SVS ha emitido la Circular N° 585 de 29 de enero de 1986, modificada con posterioridad por la Circular N° 1.531 de 9 de marzo de 2001, que imparte instrucciones sobre la forma y contenido de la información sobre transacciones de acciones, compromisos y opciones de compra o de venta de acciones efectuadas por personas y entidades que ahí se indican, ofrece precisamente el tipo de información que permite la decodificación de transacciones.

Este mecanismo en todo caso presenta una desventaja y es que el operador desinformado debe ser capaz de identificar a los operadores informados individualmente y observar sus transacciones directamente. Por contraste, la segunda forma de filtración indirecta, la decodificación de precios, no requiere que los operadores desinformados descubran la identidad de los operadores informados. Sólo requiere que los operadores desinformados observen e interpreten antecedentes anónimos relacionados con el precio y el volumen de operaciones, en contraste con otra información o expectativas que estos operadores pudieran haber tenido originalmente.

d) Comercialización desinformada (*uninformed trading*)

Como ya hemos señalado, la información relevante para la eficiencia de mercado no se circunscribe a los hechos duros, sino que también incluye información blanda, tales como proyecciones y predicciones, que son igualmente importantes al momento de tomar una decisión sobre una determinada transacción. Cuando los operadores efectúan proyecciones o predicciones, sea en materia de eventos futuros como en la evolución proyectada del precio de los valores, emplean, además de los hechos que pudieran considerarse como claves, una amplia gama de elementos secundarios, creencias y distintos niveles de aptitudes predictivas.

La heterogeneidad de la información, creencias y aptitudes añaden una mayor falta de certeza a aquella indeterminación que es connatural al futuro. Este mecanismo de comercialización desinformada permite que los precios, en algunas circunstancias, reflejen pronósticos de consenso. Es decir, los precios de los valores reflejarán la información que todos los operadores desconocen.

La intuición es la siguiente: si las proyecciones de cada operador acerca de la probabilidad de un determinado acontecimiento se encuentra informada en parte por antecedentes secundarios y apreciaciones a las que sólo ese *trader* tiene acceso, entonces la suma de todas las proyecciones se nutrirá de una fuente de información mayor que aquella que posee cada *trader* en forma aislada. En la medida que se van realizando las transacciones el sesgo de cada una de las proyecciones individuales se irá anulando entre sí, dejando que el precio refleje una sola proyección, la que estará mejor informada que cada una de las proyecciones individualmente consideradas¹².

¹² Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 581.

5. EL MERCADO DE LA INFORMACIÓN Y CLASES DE COSTOS DE LA INFORMACIÓN¹³

Dado que la eficiencia de los mercados de valores depende de la distribución de información, pasa a ser importante el costo en el que deben incurrir los *traders* para adquirirla. Mientras más bajo sea el costo de la información, el mecanismo de mercado que operará para reflejar tal información en los precios será más efectivo y, como consecuencia, el mercado será más eficiente. Es así que a continuación revisaremos cómo operan los costos de la información.

Los costos de la información pueden ser divididos en tres categorías:

a) Costos de adquisición

El carácter de estos costos dependerá si estamos frente al originador de la información o si acaso estamos frente a un receptor posterior. Para el originador, los costos de adquisición son los costos de producir la información. Para los receptores posteriores, los costos de adquisición son aquellos que le permiten acceder a la información generada por un tercero. Esto puede ser efectuado con la cooperación del originador, a través de una compra, o a pesar de los esfuerzos del originador en impedir que se tenga acceso a la información, como sería el caso extremo del espionaje.

b) Costos de procesamiento

Una vez que se ha adquirido la información, ésta tiene que ser procesada y eso genera un costo. Tanto para el originador de la información como para los receptores posteriores, los costos de procesamiento son ejemplificados de la mejor manera a través de la inversión en capital humano. La evaluación de la información, sea ésta autogenerada o adquirida de terceros, requiere de habilidades especiales en materias tales como el análisis contable, financiero o de valores, que sólo puede ser obtenido a través de la inversión en el entrenamiento profesional, lo que es de alto costo.

c) Costos de verificación

Estos costos se producen por la necesidad de determinar la calidad de la información. Al igual que en el caso de los costos de adquisición de la información, aquí hay una diferencia dependiendo si estamos hablando

¹³ Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 594.

del originador o de un receptor posterior. Para el originador, los costos de verificación toman la forma de la mayor cantidad de recursos que se destinarán para determinar la precisión de la información existente (p. ej. la contratación de un analista experto). En el caso de un receptor posterior, su principal costo será el determinar si el originador de la información es veraz o no.

6. LOS COSTOS DE LA INFORMACIÓN Y LA EFICIENCIA DE MERCADO

Por todo lo analizado hasta ahora con respecto a la información y su relevancia para el correcto funcionamiento de la TMCE, es importante cualquier ahorro que se pueda generar en materia de costos de la información puesto que a menor costo de información mayor será la eficiencia del mercado. De ahí la importancia que tiene cualquier mecanismo que permita reducir dichos costos¹⁴.

La clásica distinción del profesor Fama entre mercados eficientes en su forma débil, semifuerte y fuerte tiene también una contrapartida en materia de costos de la información. En un mercado eficiente en su forma fuerte, se supone que los precios de los valores reflejan la información privilegiada a la que tienen acceso ciertos individuos. Los costos de adquisición de tal información son, por supuesto, muy elevados ya que envuelven técnicas de alto costo como son el monitoreo del comportamiento del originador o el espionaje en forma directa. Los costos de procesamiento de esta información también son altos ya que la información adquirida es menos inteligible que si se hubiera obtenida con el consentimiento del originador. Por último, no es posible ahorrar en materia de costos de verificación sencillamente porque éstos no se dan en estos casos al no contar con el consentimiento del originador.

En cuanto a la eficiencia de mercado en su forma semifuerte, es posible disminuir los costos de adquisición de la información mediante esfuerzos cooperativos. Los costos de procesamiento en estos casos se pueden disminuir mediante la utilización de analistas financieros. También se puede generar un ahorro en los costos de verificación derivado de la utilización de técnicas basadas en la cooperación de parte del originador.

En el caso de la eficiencia de mercado en su forma débil, todos los costos asociados con esta forma de mercado son muy bajos ya que son las bolsas de valores y los intermediarios que actúan en ellas los que se encargan de su obtención, procesamiento y verificación. Además de lo anterior, la prensa financiera especializada se encarga a su vez de diseminar tal información a muy bajo costo.

¹⁴ Ejemplos de estos ahorros: (i) ahorro en costos de verificación mediante la inversión preexistente en reputación; (ii) ahorro en costos de procesamiento mediante consulta de prensa especializada; y (iii) ahorro en costos de adquisición mediante la colectivización de la información.

7. *INSIDER TRADING* Y REVELACIÓN OBLIGATORIA

A pesar de que es una noción que no se ha tratado en nuestro país, existe doctrina extranjera, especialmente en Estados Unidos, que insta por la eliminación de las prohibiciones en contra de las transacciones con información privilegiada (*insider trading*). Los que justifican tal eliminación no sólo señalan que tal clase de transacciones son inocuas para el mercado, sino que, por el contrario, son beneficiosas en varios aspectos¹⁵. Por ejemplo, se señala que las órdenes de ventas emitidas por *insiders* que poseen malas noticias sobre el negocio hará converger a la acción respectiva a su valor real, es decir, al precio al que se comercializaría si la información que maneja el *insider* fuera de público conocimiento. Lo anterior significa que el inversionista que compra esa acción lo hará a un precio inferior y más real que aquel que hubiera pagado si no se hubieran realizado operaciones con información privilegiada por parte de los *insiders*.

Tal como indica Gilson y Kraakman, la aproximación al concepto de eficiencia de mercado y los mecanismos del mercado de capitales permite identificar la manera en la cual las transacciones con información privilegiada alteran el precio de los valores¹⁶. El precio de un valor cambia como resultado de toda aquella nueva información que modifique las expectativas que tienen los inversionistas acerca del riesgo y retorno de un valor. Los *insiders* efectúan transacciones porque la información privada que ellos poseen genera un cambio en sus expectativas.

Cuando estos *insiders* ejecutan sus transacciones –si la información privilegiada que poseen se transmite de alguna manera al mercado– se genera un cambio en las expectativas del mercado acerca del precio de un valor. Por lo tanto, el efecto en el precio derivado de las transacciones de los *insiders* es un ejemplo de lo que se ha denominado el mecanismo de comercialización informada por derivación. Como resultado de la decodificación de precio o de transacciones realizadas en base a la observación de las fluctuaciones de precio transitorias o la identidad de los *traders*, el mercado aprende la importancia de la información que poseen los *insiders* producto de su propia actividad transaccional y de los cambios de precios de los valores que comercializan. Identificar el mecanismo que subyace al efecto sobre los precios derivados del *insider trading* es fundamental porque enfoca la atención en la eficiencia de estos ajustes de precio.

El *insider trading*, en ese caso, frecuentemente hace que los precios converjan en la dirección correcta, tal y como sugieren aquellos que abogan por una desregulación de las operaciones con información

¹⁵ Ver Manne, Henry, *Insider Trading and the Stock Market*, New York; The Free Press (1966).

¹⁶ Gilson & Kraakman, *ob cit.* p. 650.

privilegiada. Pero en atención a que la comercialización informada por derivación funciona de manera lenta y a veces sólo esporádicamente, es poco probable que su promoción vaya a mejorar la eficiencia del mercado. La decodificación de precios, que es la principal fuente del efecto en los precios del *insider trading*, es también un mal transmisor de la información derivativa en comparación con la decodificación de transacciones. Fluctuaciones menores en el precio y volumen de los valores son inherentemente ambiguas o resultan del ruido de mercado. La observación de la actividad de los *traders* individuales es mucho más informativa. De lo anterior se deduce que mientras mayor sea el número de *traders* desinformados que son capaces de enterarse de la identidad de aquellos que tienen acceso a información privilegiada, del tamaño de sus transacciones y otra información derivativa, más efectivo será el mecanismo de comercialización informada por derivación y mayor será la eficiencia del mercado.

En consecuencia, para hacer más eficiente el mecanismo de comercialización informada por derivación se requiere de una mayor distribución de la información en base a la cual se toman las decisiones críticas. En este caso el punto clave será determinar cómo revelar al mercado el hecho que los *insiders* están efectuando transacciones y el tamaño de las mismas. En el caso chileno, por ejemplo, el artículo 10 de la Ley 18.045 sobre Mercados de Valores y la Circular N° 585 de la SVS establecen la obligación de informar las transacciones con acciones de la compañía realizadas por accionistas mayoritarios, directores (titulares y suplentes), gerente general, gerentes, liquidadores y otras personas naturales o jurídicas relacionadas.

Claro que el hecho que se tenga que informar dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción o transacciones respectivas, no parece ser lo más adecuado para efectos de hacer más eficiente el mecanismo de comercialización informada por derivación. Por lo tanto, si entendemos la forma como las transacciones con información privilegiada alteran los precios de mercado, sería recomendable establecer un mecanismo para que el titular de información privilegiada revele, en algún momento con anterioridad a la transacción, su identidad y el tamaño de ésta¹⁷.

Contrario a lo que uno pudiera pensar, la obligación que la normativa de valores impone a las empresas de revelar información con cierta periodicidad (Norma de Carácter General 30 en el caso chileno) contribuye a la eficiencia del mercado más que por el lado de poner información relevante a disposición del mercado, por el hecho de que tal obligación genera un colectivización de la información. Tal colectivización reduce los costos de acceso a esa información y, asimismo, le otorga al mercado

¹⁷ Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 632.

la posibilidad de utilizar esa información para comparar y corroborar la información adquirida por el mercado a través de vías menos formales. En esto contribuyen las investigaciones efectuadas por George Benston, quien analizó el comportamiento de los precios de las acciones de dos grupos de compañías que se transaban en bolsa en Estados Unidos antes y después de la entrada en vigencia de la Ley de Valores de 1934. Un grupo de estas compañías publicaba información de manera voluntaria con anterioridad a la entrada en vigencia de la nueva normativa, mientras que el otro grupo no publicaba tal información y sólo comenzó a hacerlo cuando la nueva ley le impuso la obligación. Notablemente, el estudio de Benston no encontró variaciones en el precio de las acciones de ninguno de los dos grupos de empresas¹⁸. A pesar de que Benston utilizó sus conclusiones para atacar la obligación de revelar información, a nuestro entender lo más llamativo de sus conclusiones es que corroboran que la TMCE tiene una cierta autonomía que no depende ni siquiera de la obligación de revelar información que pudiere imponer la normativa aplicable al mercado de valores.

8. LA EFICIENCIA DE MERCADO Y LAS CRISIS FINANCIERAS

En atención a que mientras nos encontramos escribiendo este artículo el mundo se encuentra sumido en una crisis económica sin precedentes, en donde nadie sabe cuánto tiempo más durará la incertidumbre financiera mundial ni cuándo la situación volverá a estabilizarse, nos vemos forzados a hacer una breve referencia a una de las grandes críticas que se le ha hecho a la TMCE por su supuesta inoperancia en tiempos de crisis.

Para esto nos basaremos en la argumentación que al respecto ha dado el profesor Fischel, en cuya opinión el cuestionamiento a la validez de la TMCE producto de las crisis financieras no tiene por qué ser verdadero¹⁹. En primer lugar hay que analizar las dos formas de eficiencia de mercado que hemos estudiado hasta ahora. Cuando se tiene en consideración la definición operativa de eficiencia de mercado, nos damos cuenta que nadie ha argumentado que una crisis financiera haya creado una regla de comercialización de valores que no hubiera existido antes y que pudiera permitir ganarle al mercado de manera sistemática. El precio de los valores, tanto antes como después de la crisis, parecen incorporar la información que se encontraba disponible públicamente, lo que hace altamente improbable que se pueda desarrollar una regla de comercialización de valores como la indicada.

¹⁸ Benston, George, Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, 63 Am. Econ. Rev. 132 (1973) citado por Gilson & Kraakman, ob. cit., p. 637.

¹⁹ Fischel, Daniel, ob. cit., p. 915 y ss.

Si consideramos la eficiencia de valor de mercado, a pesar de la falta de explicación que en algunas oportunidades han tenido las crisis financieras, ello no implica que exista un modelo mejor para determinar el precio de las acciones que el valor presente de los flujos futuros netos de los activos de una empresa. En ese entendido, la existencia de una crisis financiera no afecta la validez de la TMCE desde la perspectiva de la eficiencia de valor de mercado.

III. ¿TIENE EN CUENTA LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS LA TMCE EN EL EJERCICIO DE SUS FUNCIONES?

En la segunda parte de este estudio vamos a revisar si la SVS, cuando ejerce su labor fiscalizadora, en concreto cuando fiscaliza la existencia de transacciones que hacen uso de información privilegiada, tiene en cuenta la TMCE. Para efectos de lo anterior, utilizaremos como caso de estudio el proceso sancionatorio al que se vio enfrentado un accionista de LAN S.A., Sebastián Piñera Echenique, el año 2007. A continuación y a modo de introducción a esta parte de la investigación, procedemos a hacer un breve análisis del rol y facultades con que cuenta la SVS para el desempeño de su función y del concepto de información privilegiada.

1. ROL Y ATRIBUCIONES DE LA SVS

En términos amplios, la SVS es el ente administrativo a cargo de la superior fiscalización del mercado de valores²⁰. Para el ejercicio de tal función cuenta desde luego con amplias facultades tanto fiscalizadoras como de carácter normativo y cautelar.

Además de ser caracterizada por su normativa como un ente autónomo, con personalidad jurídica y patrimonio propio, la SVS es además un organismo de carácter técnico, cuyo personal es altamente especializado. Prueba de ello es que el artículo 2° de su normativa orgánica señala de manera expresa que tanto a la SVS como su personal no les son aplicables las normas generales o especiales dictadas o que se dicten para regular la administración del Estado, tanto centralizada como descentralizada²¹.

Cuando se analiza el artículo 4° de la normativa orgánica de la SVS, queda en evidencia la enorme cantidad de atribuciones con que cuenta este organismo para el desempeño de su labor fiscalizadora. Cabe hacer notar que la doctrina moderna del Derecho Económico entiende que un concepto moderno de fiscalización por parte de los órganos de la administración del Estado exige que ésta sea:

²⁰ Artículo 1 y ss. Decreto Ley N° 3.538 de 23 de diciembre de 1980, que crea la Superintendencia de Valores y Seguros.

²¹ Artículo 2 Decreto Ley N° 3.538.

- 1) Profesional: entendiéndolo por ello que sea llevada a cabo por personal que conozca en profundidad el objeto y alcance de la labor fiscalizadora que desempeñan.
- 2) Técnica: en cuanto a que sea guiada por criterios técnicos preestablecidos, de manera que el mercado y los entes fiscalizados sepan de antemano los fines a los que apuntará la fiscalización, permitiendo de esa forma que el mercado y los entes fiscalizados generen su propia autorregulación.
- 3) Selectiva: esto es, que la fiscalización que lleva a cabo un ente administrativo no puede pretender fiscalizar a todos en todo, sino que debe abarcar lo estrictamente necesario para formarse una opinión acabada sobre una determinada situación o para adoptar las medidas que sean necesarias según la situación que corresponda.

De las características antes señaladas, nos interesa profundizar en el carácter selectivo de la fiscalización. Si tanto el ente fiscalizador como las entidades fiscalizadas tuvieran una cantidad ilimitada de recursos para destinar a la función fiscalizadora, el tema no sería relevante. Sin embargo, en el mundo real, donde los recursos son escasos y las necesidades son múltiples, es evidente que el ente fiscalizador debe hacer un uso racional de sus facultades fiscalizadoras. No sólo porque lo contrario sería excesivamente oneroso para el Estado, sino porque la fiscalización resulta tanto o más onerosa para los entes fiscalizados que, a diferencia de lo que ocurre con el ente fiscalizador —que está cumpliendo con su mandato legal—, tienen por objeto la producción de bienes y servicios y, por lo tanto, el preocuparse de la fiscalización de la autoridad los obliga a incurrir en gastos (especialmente el desgaste gerencial) que encarecen su proceso productivo. Una fiscalización ineficiente por parte de las autoridades genera una pérdida social con el consiguiente costo que eso involucra.

2. LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Sin perjuicio de las diferentes definiciones doctrinales y jurisprudenciales que se le asignan a la información privilegiada, se hace necesario partir con la definición que la misma Ley N° 18.045 Ley de Mercado de Valores (LMV) da a este concepto: *“cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley”*²².

²² Artículo 164 Ley N° 18.045, de Mercado de Valores.

En consecuencia, para que una determinada información pueda ser calificada como privilegiada, debe:

- (i) ser desconocida por el mercado;
- (ii) tener una referencia concreta a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos; y
- (iii) tener capacidad para influir en la cotización de los valores emitidos.

De un primer análisis de estos requisitos, queda en evidencia que aquel que exige que la información no sea conocida por el mercado, es lo que define a la información privilegiada como tal. En el mercado circula gran cantidad de información referida a uno o varios emisores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, y esa misma información, por su naturaleza, es capaz y de hecho influye en la cotización de los valores emitidos. Sin embargo, sólo en la medida que dicha información sea conocida por el mercado, pierde la capacidad de generar perjuicios por falta de conocimiento²³.

3. EL CASO LAN

A esta altura ya contamos con una descripción elemental de las características principales y el alcance de la TMCE. Asimismo, hemos determinado los elementos que comprende una fiscalización eficiente de la autoridad administrativa y caracterizado lo que se entiende por información privilegiada. Para efectos de seguir avanzando, ahora corresponde analizar la multa aplicada por la SVS a Sebastián Piñera E. en 2007, por uso de información privilegiada. El estudio de este caso nos permitirá determinar si nuestra autoridad de valores tiene en consideración la TMCE al momento de ejercer su potestad fiscalizadora. Tomaremos como base de este análisis los argumentos esgrimidos por la SVS en su Resolución Exenta N° 306, de 6 de julio de 2007 (en adelante la "Resolución") y los demás antecedentes aportados por la defensa en el expediente.

3.1. Los hechos

A las 10:00 hrs. del lunes 24 de julio de 2006 se llevó a cabo la sesión del directorio de LAN con la presencia de Sebastián Piñera Echenique como director. En dicha sesión de directorio se aprobaron los estados financieros de la empresa al 30 de junio de 2006 y se acordó repartir un dividendo provisorio de US\$ 0,15071 por acción. La sesión de directorio terminó a las 15:30 hrs.

²³ Núñez Plaza, Luisa Fernanda, La Información Privilegiada en el Mercado de Valores, Memoria de Grado Facultad de Derecho Universidad Adolfo Ibáñez, 1998, pp. 36-41.

A las 15:59 hrs. de ese mismo día Inversiones Santa Cecilia S.A., representada por Sebastián Piñera, compró 3.000.000 de acciones de LAN a un precio de \$ 3.280 por acción equivalente aproximadamente al 0,9% de las acciones de LAN. La SVS en su resolución hace presente que ese mismo día la primera transacción de las acciones de LAN fue a \$ 3.270 y el precio de cierre fue de \$ 3.285, lo que significó un aumento de 0,15%.

El martes 25 de julio de 2006 a las 16:40 hrs. se hicieron públicos los estados financieros de LAN, mediante su envío a la SVS, las Bolsas de Valores y al mercado internacional.

Dado que al momento en que se hicieron públicos los estados financieros de LAN el mercado accionario estaba cerrado, en opinión de la SVS sólo el miércoles 26 de julio el mercado operó “con pleno conocimiento” de la información sobre los estados financieros. El precio de la primera transacción del martes 26 de julio para las acciones de LAN fue de \$ 3.390 y el precio de cierre \$ 3.520. La SVS hace presente que la diferencia entre el precio pagado por Santa Cecilia y el último precio antes del envío de la circular 585 fue de 4,88%.

La SVS mediante Oficio Reservado N° 003, de fecha 10 de enero de 2007, formuló cargos en contra de Sebastián Piñera por no observar el deber de abstención que pesa sobre aquellos que tienen acceso a información privilegiada, consistente en la obligación de no adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posea información privilegiada. Lo anterior constituiría una infracción a lo dispuesto en la parte final del inciso 1° del artículo 165 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores, que dispone que *“cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada”*.

3.2. Descargos de Sebastián Piñera

Sebastián Piñera presentó una serie de pruebas para demostrar la licitud de las transacciones efectuadas por Inversiones Santa Cecilia S.A. En particular, presentó un escrito solicitando tener presente la interpretación de la SVS contenida en el Oficio Circular N° 2506 de 1987, cuyos principales argumentos fueron los siguientes:

- 1) La norma del artículo 165 de la LMV, contendría el principio general en materia de información privilegiada, imponiendo el deber de reserva y de abstención de explotar dicha información a fin de evitar su utilización ilegítima, y en ningún caso una prohibición de comprar valores sobre los cuales posee información privilegiada, sin intención de usar dicha información.

- 2) Los antecedentes de la Ley N° 19.301 de 19 de marzo de 1994 que modificó la LMV e introdujo el Capítulo XXI sobre “Información Privilegiada”, en la cual se destaca la opinión del Superintendente de la época quien señaló ante el Senado que la información privilegiada constituía una de las instituciones más importantes dentro del mercado de valores, precisando que uno de los objetivos fundamentales correspondía “impedir el uso indebido de la misma” y que uno de los objetivos es “evitar su uso indebido mediante el provecho propio o de terceros con la finalidad de obtener ventajas económicas o evitar pérdidas en su caso”. Asimismo, la defensa argumenta que la reforma introducida se inspiró en modelos de derecho comparado, como el que rige al mercado norteamericano, que sanciona a quien se aprovecha ilegítimamente de una determinada información no divulgada, y el modelo diseñado por las directivas del Consejo y el Parlamento de la Comunidad Europea, el cual sanciona la utilización y explotación de información privilegiada.
- 3) Sostienen que la importancia de la influencia del mercado norteamericano en nuestra legislación radica en el tratamiento que aquélla otorga al *insider trading*, revelándose un marcado componente subjetivo que sanciona a quien deliberadamente infringe un deber de fidelidad incompatible con el fair play. La figura del *insider trading* está referida a quien usa ilegítimamente una información, haciendo un uso abusivo de la misma, lo que constituye una práctica fraudulenta. En definitiva, el sistema norteamericano se encuentra construido sobre la base de una estructura subjetiva, en la cual, para que una información sea calificada como privilegiada, no sólo es imprescindible que el *insider* posea la respectiva información, sino que la use y que dicha utilización se efectúe con el ánimo de obtener alguna ventaja.
- 4) Además, señala la defensa que la legislación de la Comunidad Europea, así como la norteamericana, contemplan un modelo subjetivo y finalista.
- 5) Se agrega que los bienes jurídicos, cuya protección se promueve por la LMV, con la regulación de la información privilegiada, son fundamentalmente la fe pública y la transparencia en el mercado de valores, tutela que se consigue con la prohibición de usar o utilizar información privilegiada y evitando su revelación.
- 6) Por su parte añaden que sustenta lo señalado precedentemente el texto de las actas de tramitación legislativa de la Ley N° 19.301, y el informe de la Fiscalía de la SVS que citan a diversos autores expertos en la materia.
- 7) En conclusión, sostienen que los objetivos de la normativa contenida en el artículo 165 de la LMV, consisten en evitar el uso indebido de información privilegiada, mediante el provecho propio o de terceros, con la finalidad de obtener ventajas económicas o evitar pérdidas, y así resguardar la fe pública y la transparencia en el mercado de capi-

tales, bienes jurídicos tutelados por el Título XXI de la LMV. Para ello, la ley establece una regulación que prohíbe el uso de información privilegiada y a su vez impone el deber de no revelarla.

La abstención que contempla la norma del artículo 165 de la LMV, está condicionada y restringida a usar, valerse o sacar provecho de la información privilegiada, para realizar cualquier tipo de operación en el mercado de valores.

El alcance de la prohibición de explotación de información privilegiada establecida en el artículo 165 de la LMV consiste en evitar el uso indebido de información privilegiada en la toma de decisiones de inversión por parte de quienes tienen acceso a ella.

La norma del artículo 165 de la LMV, contiene una prohibición general imponiendo (i) un deber, consistente en guardar reserva de la información privilegiada y (ii) una abstención, consistente en que el sujeto con acceso a información privilegiada debe inhibirse de utilizarla con el propósito específico de obtener un beneficio propio o para un tercero, con la intencionalidad de obtener una ventaja económica. Ello se traduce en un deber tanto de abstención tanto de divulgar como de explotar la información privilegiada, deberes que se derivan directamente de la prohibición general de utilizar la información en beneficio propio o ajeno.

Para que se configure la infracción a la prohibición de utilización de información privilegiada se requerirá, además, del uso o empleo de información privilegiada –entendiendo por tal la que reúne los requisitos establecidos en el artículo 164 de la LMV–, que exista por parte del sujeto la intencionalidad consistente en el ánimo o propósito de obtener una ventaja mediante la utilización o uso de dicha información privilegiada, por lo que la infracción a la prohibición legal no podrá establecerse con prescindencia del elemento subjetivo. Agrega la defensa que ésta guarda correspondencia con el régimen de responsabilidad subjetiva que constituye la regla general de nuestro ordenamiento jurídico.

- 8) Concluyen que la norma del artículo 165 contiene un deber de abstención tanto de divulgar como de usar y explotar información privilegiada, que derivan de la prohibición general consagrada en ese artículo de utilizar la información privilegiada en beneficio propio o ajeno. Además, para que se configure la infracción a esta prohibición resulta indispensable que la información reúna los requisitos del artículo 164 de la LMV y que concurra la intencionalidad de explotarla por parte de aquél que accede a la información privilegiada, mediante cualquier tipo de operación, con los valores a que dicha información se refiere, en beneficio propio o ajeno.
- 9) A continuación, se señalan los presupuestos de procedencia de la prohibición general contemplada en el artículo 165, a saber: i) acceso a la información privilegiada, ii) intencionalidad; y iii) nexo causal.

Señalan, que del mérito del propio oficio de cargos, se puede determinar que no concurren estos presupuestos, toda vez que se desestimó la existencia de intencionalidad en las compras bajo análisis. Por ende, a su juicio, no se configurarían los presupuestos de la prohibición general del artículo 165, ya que la adquisición de valores es el objeto material de la acción de usar información privilegiada, entendiéndose por tal, las cosas u objetos sobre los que recae precisamente la acción de usar y/o explotar, conducta en la que en opinión de la defensa no se habría incurrido.

De lo anterior, concluyen que no hay antecedentes que permitan presumir que en las operaciones en cuestión haya existido intencionalidad de uso de información privilegiada, a su vez que la decisión de inversión, consistente en las compras investigadas, no tuvieron como motivación el acceso a la FECU, reconociéndose por parte de la SVS que ellas corresponden a la aplicación de un modelo de compra consistente con las políticas históricas aplicadas a las acciones de LAN. Ello se traduciría en un expreso reconocimiento por parte de las SVS de que no se ha incurrido en la conducta de la prohibición general contemplada en el artículo 165 de la LMV.

Por lo tanto, al eximirse de haber incurrido en esa conducta, mal podría considerarse que se haya infringido un supuesto deber de abstención de adquirir, ya que la adquisición no es sino una modalidad de la acción, que sólo puede ser sancionada en la medida que se haya materializado empleando información privilegiada con la finalidad de obtener un provecho de ella.

Nuestra legislación no impide ni prohíbe que los administradores de una sociedad inviertan en su empresa. Este derecho se encuentra garantizado en el artículo 19 N° 23 de la Constitución Política de la República y regulado por el artículo 12 de la LMV y responde a los principios de libertad económica, libertad de contratación y autonomía de la voluntad que inspiran nuestro sistema jurídico y normativo.

La LMV en su artículo 165 no contempla un deber de abstenerse de adquirir valores sobre los cuales se posee información privilegiada, prescindiendo del empleo y utilización de esa información. Lo contrario vulneraría: i) el objeto y finalidad de la norma, que consiste en regular la utilización de información privilegiada; ii) la historia de su establecimiento; iii) sería ajeno al sistema subjetivo de responsabilidad, ya que el deber de abstención sostenido en los cargos equivaldría a aplicar un criterio de responsabilidad objetiva, lo cual requeriría de texto expreso; iv) transgrediría el marco de potestad sancionatoria de la administración; y v) sería inconsistente con las sanciones aplicadas por la SVS.

También cabe mencionar la aplicación de los principios constitucionales básicos del derecho sancionador, entendiéndose que el *Ius Puniendi* del Estado se refleja tanto en materia penal como administrativa sancionatoria.

Estos principios son: a) reserva o legalidad, b) tipicidad, c) culpabilidad, d) non bis in ídem, e) proporcionalidad, y f) presunción de inocencia.

A juicio de la defensa, la SVS habría vulnerado los principios de tipicidad ya que la norma no contempla la conducta que se imputa, y de culpabilidad, por cuanto se intenta aplicar el principio de responsabilidad objetiva.

Todos y cada uno de los casos sobre información privilegiada que han sido investigados y sancionados por la SVS han recaído exclusivamente en la infracción de la prohibición consistente en el uso o utilización de información privilegiada.

Subsidiariamente, argumentan que la información a la que se tuvo acceso no tiene el carácter de privilegiada del artículo 164 de la LMV. Señala la defensa que la FECU no tiene per se el carácter de información privilegiada, careciendo la SVS de atribuciones para otorgarle tal carácter, prescindiendo de su contenido, el que no se habría analizado por la SVS ni identificado antecedentes relevantes de los cuales se pudiera razonablemente inferir que de haberse divulgado, la cotización de la acción hubiere necesariamente variado en términos apreciables, manifestándose un nexo causal. Ni la ley ni normas de carácter general, circular u oficio le confieren a la FECU ese carácter.

La FECU de LAN correspondiente al segundo trimestre de 2006 no contenía ningún antecedente relevante, significativo o extraordinario que permitiera razonablemente atribuirle la capacidad de afectar la cotización de los valores emitidos por LAN, lo que se ratifica con el informe emitido por Econsult relativo a la variación del precio de LAN. Los estados financieros al 30 de junio de 2006 no contenían ningún elemento relevante, significativo o extraordinario, que permitiera atribuirle, razonablemente, la aptitud de influir sensible o apreciablemente en la cotización de los valores emitidos por LAN, por lo que no constituye información privilegiada.

Se agrega que las variables con mayor incidencia en las operaciones de LAN son de público conocimiento (valor del petróleo, tráfico de pasajeros y carga, etc.) y que, además, la empresa difunde mensualmente información respecto de la compañía.

La defensa asimismo hace presente que el actuar de la SVS representaría un cambio intempestivo de criterio administrativo y tratamiento por parte de la SVS quebrantado los principios de buena fe y de la confianza legítima. Tal descargo se basaría en que en los últimos cinco años se realizaron 736 operaciones en situaciones análogas y que no fueron formalizadas y que entre otros argumentos, la SVS con anterioridad al oficio utilizó modelos financieros (modelos de regresión y Bandas de Bollinger) para determinar la potencial aptitud de los estados financieros de una compañía de influir en la cotización de los valores, siendo contrario a lo señalado por el oficio de cargos en razón que éste afirma que toda FECU per se, constituye información privilegiada. Para ello se adjuntaron al expediente reservado los Oficios Reservados N° 86, 87 y 88, mediante los cuales se

formularon cargos por uso de información privilegiada (conocimiento de los estados financieros) a tres ejecutivos de determinado emisor y las Resoluciones N° 581, 582 y 583, todas de 2005, por medio de las cuales se cerraron las respectivas investigaciones en contra de determinados ejecutivos de una compañía sin aplicación de sanciones.

En conclusión, estima la defensa que tal cambio intempestivo de criterio constituye una novedad para el mercado de valores en cuanto atribuye el carácter de infracción a un deber de abstención de transar valores por parte de los directores de sociedades anónimas abiertas que hayan tenido conocimiento de los estados financieros, aún cuando no se haga utilización de esa información, y de dar a los estados financieros comprendidos en el formato FECU la calidad per se de información privilegiada, con prescindencia de su contenido.

3.3. Fundamentos de la SVS para justificar la sanción

En primer lugar, la SVS se basó en el texto literal del artículo 164 de la LMV y se abocó a determinar si la información contenida en la FECU cumple con los tres requisitos contenidos en dicho artículo para calificar a una determinada información como de carácter privilegiado. La SVS hace presente que la defensa del Sr. Piñera se basó principalmente en argumentar que la información a que él tenía acceso carecía de la capacidad para influir en la cotización de los valores, lo cual da por acreditado el cumplimiento de los otros dos requisitos, es decir, tiene una referencia concreta y no ha sido divulgada al mercado. En concepto de la SVS, basta con que la información no divulgada del emisor tenga la potencialidad o idoneidad para afectar la cotización de los valores a que se refiere, para que posea el carácter de privilegiada, siendo el requisito de la idoneidad el único requisito de relevancia exigido por la norma para tal efecto. Por lo tanto, no sería necesario que se vea afectada la cotización sino que bastará con que tenga idoneidad para afectarla independiente de que esto ocurra o no cuando se divulga la información.

La SVS en su argumentación señala que los “estados financieros constituyen el medio por el cual una empresa da a conocer de manera racional, sistemática, coherente y conforme las normas contables generalmente aceptadas, su situación financiera, es decir, sus activos, pasivo, patrimonio, pérdidas o utilidades y gravámenes. Ello da cuenta de los recursos de que dispone la entidad para el desarrollo de una actividad económica, así como las ganancias obtenidas y las pérdidas experimentadas en el período, constituyendo información esencial para la valorización de la compañía”.²⁴ La SVS complementa esta idea con la expectación que

²⁴ Resolución Exenta N° 306, 6 de julio de 2007, Superintendencia de Valores y Seguros, III, 11.

se genera en el mercado antes de que salga esta información y con el hecho de que algunos inversionistas demoran sus decisiones de inversión mientras no salga publicada esta información. Asimismo, cita el Boletín Técnico N° 1 del Colegio de Contadores de Chile que indica que los “estados financieros son el medio por el cual la información cuantitativa acumulada, procesada y analizada por la contabilidad es periódicamente comunicada a aquellos que la usan.”.

Producto de lo anterior, la SVS aplica al señor Piñera la multa de UF 19.470 por infracción al deber de abstención descrito en la parte final del inciso primero del artículo 165²⁵ de la LMV, por haber efectuado compras de la acción de LAN Airlines S.A. con anterioridad a la publicación de la FECU.

3.4. Comentarios a la Resolución Exenta N° 306

Como ya se ha indicado, el objetivo fundamental de este estudio es introducir la TMCE en el análisis sobre el funcionamiento del mercado de capitales chileno. Resulta indubitable que el correcto entendimiento y aplicación de esta teoría –que no obstante su aparente invisibilidad se encuentra en la médula de la normativa de valores local– contribuirá de manera efectiva a perfeccionar la actividad normativa, cautelar, interpretativa y fiscalizadora de la autoridad.

No se pretende llegar a sustentar teorías como las del profesor Manne en Estados Unidos –que ve el *insider trading* como una contribución a la eficiencia del mercado– en primer lugar porque son de un nivel teórico tal que su aplicación en nuestro país resulta impracticable y, en segundo lugar, porque el objetivo de este estudio es simplemente que la SVS tenga más en cuenta la TMCE en su actuar.

Se señala lo anterior ya que al analizar el total de la documentación contenida en el expediente que culminó con la sanción impuesta por la Resolución, no puede sino concluirse que la TMCE no fue tenida en consideración por parte de la SVS en atención a lo siguiente:

- 1) Un requisito básico para infringir el deber de reserva que impone el artículo 165 de la LMV es que el titular de la obligación tenga infor-

²⁵ “Artículo 165 Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

Asimismo, se le prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza”.

mación privilegiada. Tal como ya hemos visto y en conformidad con lo dispuesto por el artículo 164 de la LMV, para que una información tenga el carácter de privilegiada debe cumplir con los tres requisitos que prescribe la norma²⁶. En el caso concreto de la sanción impuesta a Sebastián Piñera, sus descargos para tratar de desvirtuar la existencia de información privilegiada en la FECU en cuestión se basaron en que ésta, por su naturaleza, no era capaz de influir en la cotización de los valores emitidos y, además, en que tampoco se cumplía con el requisito del desconocimiento por parte del mercado de la información contenida en ella²⁷.

Cuando se analiza la normativa de valores local, es evidente que ésta sigue los lineamientos de la *Securities Law* de los Estados Unidos. Un pilar fundamental de tal normativa es la política de *full disclosure* de la información. No es sino de ahí que nuestro sistema opta por una estructura donde los agentes del mercado tienen una obligación permanente de poner en conocimiento de la autoridad y el mercado todos aquellos antecedentes que constituyan información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios²⁸, o cuyo conocimiento por su naturaleza sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos²⁹, o la información financiera relevante de la empresa³⁰.

- 2) Si acaso alguien tuviere dudas respecto de que nuestro sistema se basa en la TMCE, bastará que a la luz de la explicación de dicha teoría vea las medidas de publicidad establecidas en el artículo 12 de la LMV, en el texto de la Circular SVS N° 585, de 29 de enero de 1986, y sus modificaciones posteriores, y en la Norma de Carácter General N° 30. ¿Cuál es el objetivo de estas obligaciones sino buscar la eficiencia operacional de mercado?
- 3) En Estados Unidos, donde la jurisprudencia en materia de mercado de valores tiene un alto nivel de sofisticación, producto de la aplicación y reconocimiento por parte de los tribunales de justicia de las teorías desarrolladas por la Ciencia Económica del Derecho, es factible efectuar una defensa sobre el conocimiento o desconocimiento que tiene el mercado sobre la situación de una determinada empresa, recurriendo

²⁶ (i) ser desconocida por el mercado; (ii) tener una referencia concreta a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos; y (iii) tener capacidad para influir en la cotización de los valores emitidos.

²⁷ Informe de Econsult en la página 7 (Fj. 293 del expediente) menciona este hecho pero sin entrar en mayor detalle, dando a entender que es algo evidente "Dado que los precios de las acciones, en especial, aquellas de altos niveles de transacción, como es el caso de la acción de LAN, incorporan toda la información disponible en el mercado, ya tenga relación con el pasado de la compañía o con eventos futuros de la misma; la única forma en que una FECU pudiera contener elementos que afectaran el precio de la acción, es que contuviera elementos o información desconocida e inesperada".

²⁸ Artículo 10 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores.

²⁹ Artículo 164 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores.

³⁰ Norma de Carácter General N° 30, de 10 de noviembre de 1989.

exclusivamente al análisis de las fluctuaciones que pudo haber experimentado el precio de una acción una vez que la información se hizo pública³¹. En el caso chileno, al ver el resultado de la defensa efectuada por Sebastián Piñera, que precisamente trató de ir en la línea antes indicada, es evidente que nos enfrentamos a una labor más compleja. La defensa no sólo utilizó elementos econométricos para sustentar su postura, sino que además comprobó, por múltiples vías y argumentos, que el mercado estaba enterado de la situación financiera de la compañía.

Llama especialmente la atención, tal como lo hizo presente la defensa en el proceso, que antes que se dictara el actual Título XXI de la LMV, el texto del artículo 13 de la LMV, actualmente derogado, contenía como requisito que la información respectiva no haya sido divulgada “oficialmente” al mercado³². ¿A qué se debe el cambio de redacción? Sería temerario insinuar que la diferencia entre el texto original del artículo 13 y el texto actual del artículo 164 se debe a una inadvertencia legislativa. Por todo lo que se ha analizado en este estudio, entendiendo la relevancia que tiene la normativa de valores norteamericana que se fundamenta en la TMCE, no parece aventurado plantear que el cambio precisamente respondería a que la TMCE entiende que no es necesario que la divulgación de la información relevante para el mercado sea efectuada de manera oficial, ya que el mercado tiene otros mecanismos para hacerse de dicha información (hechos revelados por las compañías, reportes de analistas e historias de la prensa comercial y financiera³³) y reflejarlo en el precio de los valores³⁴.

- 4) Por otro lado, cuando se analizan los cargos por los cuales se persiguió la responsabilidad de Sebastián Piñera, se tiende a buscar los perjuicios que pudieron haberse derivado de las transacciones en las que la SVS estima se utilizó información privilegiada. Sin embargo, tampoco en este punto es defendible la posición de la SVS, toda vez que, tal como se hizo presente en el expediente, Sebastián Piñera adquirió de un fondo de inversión extranjero el paquete accionario cuestionado. Es decir, el Sr. Piñera le compró las acciones a un inversionista altamente sofisticado, respecto del cual es impensable creer que pudo haber

³¹ Ver *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F.2d 156, 166 (2d Cir. 1980); Grundfest, *Disimplying Private Rights of Action Under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority*, 107 *Harv. L. Rev.* 961, 1013 (1994).

³² El texto del artículo 13 señalaba: “Los directores, administradores, y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberá guardar estricta reserva”.

³³ Fischel, Daniel, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 *Cornell, L. Rev.* 907 p. 908.

³⁴ Salah Abusleme, María Agnes, *Responsabilidad por Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Editorial Lexis Nexis Chile, 2004, p. 16.

adoptado su decisión de venta sin saber cómo venían los estados financieros de la empresa o desconociendo el hecho que dentro de poco tales estados financieros serían publicados con información que desconocía³⁵.

- 5) Como si los argumentos antes indicados no fueran suficientemente contundentes para descartar que la información contenida en la FECU era de carácter privilegiado, según todos los antecedentes aportados al expediente, el conocimiento de la información contenida en la FECU, más que gatillar un alza en el precio de la acción de la empresa, debió haber generado una baja en su precio³⁶. Esta situación deja en evidencia que el alza del precio de la acción de LAN Airlines S.A. se debió a otros factores y no a la información contenida en al FECU³⁷. En particular, deben revisitarse en esta parte los antecedentes sobre decodificación comercial analizados en la sección 2.4 c) de este estudio y que explicarían el fenómeno observado, esto es, que a pesar de que las noticias divulgadas no sean buenas o no están en línea con lo pronosticado por los analistas, los *traders* al identificar transacciones de un controlador hacen que el precio de las acciones suba.
- 6) Finalmente, creemos que la propia SVS se dio cuenta de que los argumentos utilizados en este caso no fueron suficientemente sólidos. Nos parece encontrar un indicio de lo anterior en la emisión por parte de la SVS de la Norma de Carácter General N° 211, de 11 de enero de 2008, que estableció las normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado, y que obliga a los entes fiscalizados a dictar un Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado. En el número 4 de esta norma se establece como uno de los contenidos mínimos del Manual la “Existencia de períodos de bloqueo o prohibición, que afecten a directores, ejecutivos principales, y a las personas relacionadas a cualesquiera de ellos, para la realización de transacciones con valores a que hace referencia el numeral 3”. Recién ahora y producto de la dictación del Manual de Manejo de Información de Interés donde se establezcan períodos de bloqueo o prohibición, sería reprochable una conducta como la sancionada por la Resolución.

³⁵ Informe de Econsult, p. 15 (Fj. 301 del expediente).

³⁶ Informe de Econsult, p. 11 (Fj. 287 del expediente).

³⁷ El informe de Econsult en la página 11 (Fj. 301 del expediente) da cuenta que la compra de acciones por parte de controladores y/o inversionistas reconocidos por el mercado suele generar efectos “manada” en cuanto los agentes desean emular los éxitos alcanzados por estos inversionistas replicando la cartera de inversión de los mismos.

3.5. Recomendaciones de política pública

Antes de proceder a enumerar las recomendaciones que creemos contribuirían a que la función fiscalizadora de la SVS fuera ejercida de manera más eficiente, es necesario hacer presente que la compra de acciones por parte de Inversiones Santa Cecilia S.A., antes de que el mercado tuviera acceso a la información dura de carácter financiero contenida en la FECU, no fue una decisión adecuada desde un punto de vista de la oportunidad en que se efectuó. En ese entendido, el inicio por parte de la SVS de una investigación para determinar si hubo o no utilización de información privilegiada en tales transacciones aparece como algo razonable. Ahora bien, que la SVS haya decidido sancionar a Sebastián Piñera por dicha conducta, por todos los antecedentes aquí analizados, no nos parece correcto.

En cuanto a las recomendaciones propiamente tales, en el punto 21 de la Resolución la SVS señala que “la Superintendencia en cumplimiento de su mandato legal, y considerando los recursos de fiscalización existentes y su más eficiente uso, estimó pertinente –como parte de su reconocida política selectiva de fiscalización– iniciar un proceso de recopilación de antecedentes que derivó posteriormente en una investigación y en la formulación reservada de cargos de que trata esta Resolución”. Tal declaración por parte de la SVS parece tener poco sustento después de leer los antecedentes aportados por la defensa de Sebastián Piñera: una contestación de 92 páginas, dos informes en Derecho de renombrados profesores de Derecho Comercial, dos informes de carácter económico, además de las distintas pruebas testimoniales y documentales aportadas. La prueba presentada por la defensa del Sr. Piñera contenía argumentos de sobra para –a la luz de los planteamientos de la TMCE– desvirtuar la utilización de información privilegiada por parte de Inversiones Santa Cecilia S.A. en la compra de acciones de LAN Airlines S.A.

Ahora bien, convengamos que se ha sentado una nueva doctrina por parte de la SVS con esta Resolución, ya que habría una presunción –no sabemos si de derecho o simplemente legal– de que la información contenida en la FECU es de carácter privilegiada. En nuestra opinión esta es una postura incorrecta, ya que sería más eficiente aplicar estándares de materialidad equivalentes a aquellos desarrollados por la jurisprudencia norteamericana, donde en este tipo de disyuntivas se analiza si acaso existe una “probabilidad substancial” de que la revelación de un antecedente desconocido hubiera sido visto por un inversionista razonable como algo que altera de manera significativa la “mezcla total” de información disponible³⁸.

³⁸ Ver *Wielgos v. Commonwealth Edison Company* 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989) que es el caso en el cual se basa la jurisprudencia norteamericana conocida como “truth on the market”.

Asimismo, sugerimos que se tengan en cuenta los factores que la doctrina y los tribunales norteamericanos consideran como garantía de la existencia de eficiencia en los mercados³⁹:

- Tamaño de la compañía, medido por capitalización de mercado.
- Presencia de inversionistas institucionales, medido como la cantidad de acciones emitidas en poder de tales inversionistas.
- Seguimiento por parte de los analistas⁴⁰.
- Volumen de transacciones, medido como el promedio de acciones transadas durante una semana.
- Volumen de dinero transado.

Si lo que se pretende es contar por una parte con una fiscalización eficiente y por otra desincentivar la ejecución de transacciones basadas en información privilegiada, quizás lo adecuado sería que la información requerida por la Circular N° 585 se tuviera que presentar antes de concretar la operación. De esa forma se aseguraría que el mercado esté informado de las operaciones de los *insiders* a fin de contribuir de manera efectiva al logro de la eficiencia operacional de mercado.

IV. CONCLUSIONES

La Teoría de los Mercados de Capitales Eficientes señala como intuición básica que el precio de los valores “en cualquier momento refleja totalmente toda la información disponible”. Esa intuición y todo el desarrollo de esta teoría no sólo constituye la piedra angular del régimen de valores en Estados Unidos y, por ende, de Chile, sino que a su vez determina la forma como los entes encargados de la supervigilancia del mercado deben llevar a cabo su labor fiscalizadora.

No obstante el hecho de que, de manera casi imperceptible, la TMCE subyace a la normativa de valores chilena, cuando se estudia el caso mediante el cual la SVS sancionó a Sebastián Piñera por el supuesto uso de información privilegiada, deja en evidencia que a pesar de que la SVS

³⁹ Bernard, Víctor L.; Botosan, Christine; Phillips, Gregory D.; Challenges to the Efficient Market Hypothesis: Limits to the Applicability of Fraud-on-the-Market Theory, 73 Neb. L. Rev. 781 (1995), p. 794.

⁴⁰ De acuerdo a los estudios realizados por Brad M. Barber, Paul A. Griffin y Baruch Lev, los factores más relevantes para determinar la eficiencia del mercado con respecto a un determinado valor es el volumen de transacciones y el número de analistas que siguen un determinado valor (Barber, Brad M, Griffin, Paul A. and Lev, Baruch; The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency, 19 J. Corp. L. 285 (1994). p. 310).

declara tener en cuenta la TMCE en el ejercicio de sus funciones⁴¹, en la práctica esa aplicación no es tal.

Sin lugar a dudas la principal lección que se puede rescatar del proceso sancionatorio iniciado en contra de Sebastián Piñera es que la fiscalización del mercado de valores podría mejorarse por una aplicación explícita y efectiva de la TMCE. De esa forma se evitaría incurrir en gastos innecesarios, con la consiguiente utilidad social que ello genera.

⁴¹ Norma de Carácter General 211, de 11 de enero de 2008, que establece las normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado, señala de manera expresa en el párrafo 5 del Capítulo I "(...) la divulgación rápida y adecuada de la información al público aumenta la eficiencia de los mercados, mientras que la divulgación selectiva, tardía o insuficiente por parte de los emisores puede llevar a una pérdida de confianza de los inversionistas".

EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs)

FELIPE DIVÍN LARRAÍN
Abogado

I. INTRODUCCIÓN

En el XIV Congreso de Finanzas y Negocios de Icare, el Ministro de Hacienda Andrés Velasco anunció en 2008, como una medida dentro de los proyectos de ley denominados MK III (Reformas al Mercado de Capitales III), la creación del marco legal para construir ETF en Chile. En la concurrida audiencia inmediatamente surgió como duda generalizada qué son los ETF y qué significa en la práctica crearles el marco legal.

Los ETF, o *Exchange Traded Funds*, son quizás el instrumento financiero de mayor crecimiento en el último tiempo (sin considerar los vapuleados CDO's, cuya tan alabada explosión terminó, entre otras razones, con la crisis *Sub-prime*).

El real aumento de la popularidad de los ETFs ha sido más reciente, donde la mayoría de los productos han proliferado durante los últimos cuatro o cinco años. A mediados de los años noventa existían sólo una docena de ETFs, pero desde el cambio de década el número se ha expandido exponencialmente, tanto a nivel nacional como internacional¹.

¹ Koesterich, Russ. *The ETF Strategist, Balancing Risk and Reward for Superior Return*, p. 6, Portfolio, 2008.

En el mundo ya se cotizan más de 1.280 ETFs, con activos bajo administración (“AuM”)² sobre los US\$ 760.8 *billions*³, manejados por cerca de 79 *managers* y cotizados en 42 bolsas alrededor del mundo. Solo en Estados Unidos de Norteamérica (“EE.UU.”) se cotizan cerca de 612 ETFs, con AuM cercanos a US\$ 534,4 *billions*, manejados por 19 *managers*. Lo anterior se contrasta con la estadística de Richard Ferri⁴, quien indica que a finales de 1993 sólo había un ETF en el mercado, que manejaba cerca de MMU\$ 464 *millions* y que a finales de 1997 había dos, pero con montos bajo administración cercanos a los U\$ 6,2 *billions*.

Este impulso se ha transmitido a otros países y continentes. Por ejemplo, en Europa ya se cotizan 479 ETFs con AuM de cerca de US\$ 145,2 *billions*, administrados por 29 *managers*; siendo el Reino Unido y España los que destacan, con 103 y 12 ETFs, con AuM por US\$ 23,65 y US\$ 3,06 *billions*, respectivamente. Por su parte, Japón ya cuenta con 36 ETFs y AuM por US\$ 33,15 *billions* y Hong Kong 10 ETFs y US\$ 10,86 *billions* en AuM.

Latinoamérica, aunque en menor medida, no ha quedado fuera de este crecimiento. En México ya se han listado 5 ETFs con AuM por US\$ 4,58 *billions* y Brasil ya cuenta con 1 ETF con US\$ 2,08 *billions* en AuM. Como veremos más adelante, ya existe un ETF de Chile, denominado MSCI CHILE (Ticker ECH), pero que se encuentra constituido en EE.UU. y es manejado por iShares de Barclays Global Investors.

Asimismo, y dado que la imaginación de los ingenieros financieros parece no tener límites, ya existen cerca de 300 opciones y 13 contratos de futuro relativos a ETFs listados en las bolsas de EE.UU., Europa y Canadá.

El presente documento pretende explicar en términos simples qué son los ETFs y cuáles son sus ventajas. Revisaremos rápidamente la historia de cómo se fueron gestando, básicamente en el mercado de EE.UU., y cómo operan actualmente.

Analizaremos también, desde un punto de vista legal, pero con cierto énfasis en lo financiero, las características o base jurídica de los ETF en algunos países y terminaremos comentando cómo se pueden introducir en Chile. Respecto de este último punto, revisaremos las reformas que, a nuestro parecer, se deberían introducir en el Decreto Ley N° 1.328, de 1976, Ley de Fondos Mutuos, y en el Decreto Ley 824, de 1974, Ley de la Renta.

² *Assets Under Management*.

³ Para evitar confusiones se precisa que un billion, por ejemplo de dólares de EE.UU, corresponde a mil millones. Un billón, por ejemplo de pesos chilenos, corresponde a un millón de millones.

⁴ Ferri, Richard A. *The ETF Book. All you need to know about Exchange-Traded Funds*, p. 3, John Wiley & Sons, Inc., 2008.

II. QUÉ SON LOS ETF

1. CONCEPTO

La definición más simple que podamos dar de un ETF es que corresponde a instrumentos financieros cotizados en bolsa que tienen por objetivo replicar, mediante una administración pasiva⁵, índices o portafolios de determinados activos. Barclays Global Investors (BGI) los define como *open-end funds* que son negociados en una bolsa de valores como acciones⁶. Sin embargo, dados los continuos avances en materia financiera, los ETF están evolucionando permanentemente y por lo mismo no siempre corresponden a la estructura del concepto anterior, según se explicará más adelante.

Una definición más técnica va a depender del país en donde se crean y constituyen los ETF, ya que se pueden utilizar diferentes estructuras legales. A continuación revisaremos algunos países donde se transan instrumentos similares al ETF de EE.UU.

En EE.UU. se definen, en términos generales, como canastas de valores que son negociadas, como acciones individuales, a través de una firma de corretaje en la bolsa de valores⁷. Ahora, teniendo en consideración la estructura legal, se definen como un *unit trust* modificado o una *investment company* caracterizada por un proceso de transacción dual. El proceso de transacción dual permite (y el arbitraje potencial requiere) que las acciones del fondo sean transadas cerca del valor neto de los activos en todo momento⁸.

Más adelante analizaremos en detalle el caso de EE.UU., ya que en dicho país es donde surgieron sus bases y, en los últimos años, han crecido a tasas impresionantes.

En España los ETF se consideran como Fondos de Inversión Cotizados. El número 1) del artículo 49 del Real Decreto 1309/2005, define los fondos cotizados como “*aquellos cuyas participaciones estén admitidas a negociación en bolsas de valores*”, a los cuales se les exceptúa de cumplir una serie de disposiciones de la misma norma.

Ahora, en relación con el objetivo de inversión de estos fondos, el artículo 38 del mismo cuerpo legal permite que éstos tengan por política reproducir o replicar un determinado índice, siempre y cuando este último cumpla con ciertas características. A saber, el índice debe tener una com-

⁵ Como veremos más adelante, que un fondo tenga una administración pasiva implica que el *portfolio manager* del fondo no está continuamente buscando y estudiando las mejores alternativas o instrumentos para invertir, sino que debe concentrar sus esfuerzos en replicar eficazmente un índice determinado, en consideración a los subyacentes que lo componen.

⁶ *Exchange Traded Funds*. Worldwide Guidebook of Barclays Global Investors.

⁷ Ferri, Richard A., ob. cit. Introduction xvii.

⁸ Gastineau, Gary I. *The Exchange-Traded Funds Manual*, p. 335. John Wiley & Sons, 2002.

posición suficientemente diversificada, resultar de fácil reproducción, ser una referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión y tener una difusión pública pertinente.

En México, los ETFs son conocidos por Títulos Referenciados a Acciones o a índices (“TRACs”), que representan una propiedad fraccionaria dentro de una cartera subyacente de valores que replica (*tracks*) el comportamiento de un índice de referencia en el mercado⁹.

Por último, en Colombia, y al igual que en USA y España, los ETF se pueden construir como Carteras Colectivas Bursátiles, que corresponden a *“aquellas cuyo portafolio esté compuesto por alguno o todos los valores que compongan un índice nacional o internacional y cuyo objetivo sea replicar dicho índice”*¹⁰.

En conclusión, y como se señaló al comienzo, diferentes países ya han regulado, de una u otra forma, los ETFs, utilizando al efecto distintos soportes o estructuras jurídicas, pero siempre con el fin de que el instrumento respectivo tenga por objetivo replicar el comportamiento de los precios de subyacentes que componen un determinado índice.

2. VENTAJAS DE LOS ETFs

Independientemente del régimen jurídico conforme al cual se constituyen los ETF, éstos normalmente permiten aprovechar ciertas ventajas para los inversionistas, que las distinguen de otros instrumentos financieros, como fondos mutuos, de inversión, acciones, etc. Son justamente estas ventajas las que han permitido el crecimiento explosivo de ETF cotizados en distintos mercados, así como los AuM.

Para entender mejor lo que viene, hacemos la salvedad de que se hablará indistintamente de cuotas, participaciones o acciones del fondo. Chile es uno de los pocos países en donde se habla de “cuotas del fondo”, ya que normalmente, y dadas las diferentes legislaciones, los fondos son sociedades especiales y su propiedad se divide en acciones o participaciones.

2.1. Accesibilidad

Una primera gran ventaja del ETF es la facilidad para acceder a invertir en participaciones de éste dado que cualquier persona, a través de un corredor de bolsa y en todo momento durante los horarios de transacción bursátil, puede adquirir una participación o cuota del ETF.

De acuerdo a las definiciones que revisamos, en la práctica las participaciones del ETF funcionan igual que cualquier acción que se cotiza en la bolsa, y por lo mismo los inversionistas pueden adquirirlas durante

⁹ Una Introducción a los Exchanges Traded Funds (para México), Barclays Global Investors.

¹⁰ N° 5 del art. 14 del Decreto 2175 de 12/06/07 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de la República de Colombia.

todo el horario bursátil, realizar todo tipo de estrategias financieras sobre estos activos, ya sean contratos a plazo (largos o cortos), estrategias cuantitativas, derivados, arbitraje con los subyacentes, etc.

En contraste con los fondos mutuos corrientes, y como se verá en detalle, si bien las participaciones en éstos se pueden adquirir en cualquier momento hasta el cierre de las operaciones del fondo (normalmente entre 12:00 y 14:00), el precio será siempre el mismo: el precio de cierre del día. En cambio, las participaciones del ETF se compran o venden a precio de mercado.

2.2. Transparencia

Como se señaló, los ETF tienen por objetivo replicar el comportamiento de un determinado índice. Los índices que se pueden replicar deben cumplir con ciertas características básicas, como, por ejemplo, publicar los activos que lo componen y su ponderación, contar con los precios de la canasta de activos en forma constante, etc.

De esta forma, los inversionistas en todo momento conocen los subyacentes que están adquiriendo y su ponderación en los activos del instrumento cotizado. Esta constituye una gran diferencia con la operatoria normal de los fondos mutuos o fondos de inversión, donde es muy difícil acceder a la diversificación exacta de su cartera, así como a la identificación de los subyacentes individuales que la componen.

2.3. Liquidez

En general, los fondos mutuos o de inversión sólo permiten aportes y rescates al valor neto de los activos (*Net Asset Value* o NAV) del día anterior o del mismo día, dependiendo de la hora y día del rescate. De esta forma, se señala que las cuotas de fondos mutuos tienen liquidez diaria, pudiendo rescatarse los fondos todos los días (sin perjuicio de las comisiones de colocación diferidas, que puede cobrar la administradora al solicitar el rescate de las cuotas).

Los participaciones del ETF tienen liquidez diaria y también *intra día*, lo que significa que puedo aportar y rescatar del fondo todos los días, al NAV del fondo, y también puedo comprar y vender la cuota durante el día, al precio dado por la interacción de la oferta y la demanda en la bolsa donde se coticen. De acuerdo a lo anterior, se pueden identificar dos mercados para las operaciones de aporte/compra o rescate/venta de participaciones.

La gran ventaja del ETF es que durante el día puedo aprovechar las alzas y bajas del mercado (considerando el subyacente del ETF), sin tener que esperar hasta el día siguiente. Por ejemplo, si se presenta un mercado bajista durante la mañana pero considero que se revertirá horas más

tarde, puedo adquirir la participación del ETF a primera hora y venderla posteriormente, obteniendo la utilidad *intra día*.

Por ejemplo, a primera hora de la mañana se puede comprar una participación de un ETF que replica en Chile el Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA) a \$ 100. Luego, por determinadas noticias financieras, el IPSA sube fuertemente, cotizándose la participación del ETF a \$ 140, por lo que se decide vender. Por la operación se ganan \$ 40 (menos las comisiones de corretaje). Al cierre del mercado, la participación del ETF termina cotizándose a \$ 101. Ahora, si hubiera invertido en un fondo mutuo corriente, cuyo subyacente fuera el IPSA, habría comprado la participación de éste a \$ 101 (sin considerar una serie de factores asociados), dado que fue el precio de cierre, por lo que no habría aprovechado los movimientos del día.

2.4. Diversificación

Si un inversionista quiere diversificar su cartera de inversiones en acciones y pretende, por ejemplo, utilizar los mismos subyacentes que el IPSA, está obligado a dar 40 instrucciones específicas a su corredor indicándole las acciones a comprar, las cantidades –dependiendo de la ponderación de cada acción en el índice– y precios. Así, tendría que estar llamando permanentemente a su ejecutivo, preguntando cuánto le compraron, a qué precios, qué le falta, etc.

Dependiendo del tamaño de la orden y de cómo esté funcionando el mercado ese día –considerando el tamaño de la orden entregada, la liquidez y disponibilidad de cada acción–, es lo que demorará el corredor de bolsa en replicar el IPSA para su cliente. Durante todo ese tiempo los precios podrían variar significativamente respecto a los analizados por el cliente al momento de invertir.

Al adquirir una participación del ETF, inmediatamente y en una sola operación, estoy comprando una cartera diversificada de instrumentos financieros y no se debe vigilar si la composición del índice cambia¹¹ para rebalancear la cartera. Utilizando el ejemplo anterior, si se compra una participación del iShare MSCI Chile inmediatamente se diversifica la cartera de inversiones en el IPSA.

Los ETF no sólo me permiten diversificarme en determinadas canastas de acciones, sino que también en países, sectores, regiones, etc. Por

¹¹ La composición de los índices, es decir qué activos representan el índice y en qué proporción, suele cambiar en forma trimestral, semestral o anual. Los mercados y los instrumentos van cambiando, por lo que es necesario que el índice que los sigue evolucione junto con ellos. Por ejemplo, el IPSA agrupa las 40 acciones con mayores montos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago y cuya capitalización bursátil supera los US\$ 200.000.000, lo que obviamente puede cambiar cada cierto tiempo. En los ETFs, el *portfolio manager* es quien se preocupa de actualizar la cartera del fondo cuando se producen cambios en la composición del índice correspondiente.

ejemplo, si considero que el precio de los *commodities*, a nivel mundial, se incrementará en un futuro próximo, puedo comprar ETFs que representen dicho mercado en diferentes países.

2.5. Bajos costos de transacción

Por una parte, los ETFs tienen menores gastos operacionales que un fondo mutuo corriente, toda vez que la mayor parte de las transacciones u operaciones se hacen en el mercado secundario, conforme se explica más adelante, y por lo mismo debe incurrir en menores gastos de fuerzas de venta, el envío de cierta información a partícipes, etc.

Asimismo, y como veremos, las ETFs por regla general tienen una administración pasiva, sin que se requiera un staff de *portfolio manager* analizando el mercado para determinar las mejores inversiones, lo que obviamente se traduce en un menor gasto para los inversionistas.

Por otra parte, y considerando que los ETFs por regla general al momento de vender sus cuotas reciben valores y no efectivo, éstos no requieren incurrir en gastos de comisiones de corretaje o *spread* en la compra y venta de los instrumentos que deben componer el fondo. Un fondo mutuo corriente recibe efectivo de sus partícipes, el cual debe ser invertido en los instrumentos que señale la política de inversión del fondo.

III. ALGO DE HISTORIA

El término ETF, tal como lo conocemos hoy, sólo se comenzó a utilizar a partir de comienzos de los 90. De acuerdo a Gastineau, *Nueveen Investment* comenzó a utilizar el término “*Exchange-traded funds*” para sus *closed-end funds* de bonos municipales transados en la New York Stock Exchange a principios de los años 90, varios años antes que el primer SPDRs comenzara a transarse en la American Stock Exchange. El uso del término “*exchange traded funds*” fue utilizado para enfatizar el hecho de que alguien que está comprando y vendiendo acciones de un fondo de bonos municipales goza de la protección a los inversionistas otorgada por la regulación de los fondos y aquella relativa al mercado de subastas en un bolsa de valores.

Ahora bien, el origen de la estructura financiera de los ETFs se remonta a finales de los años 70 y comienzos de los 80, con los denominados *Portfolio Trading* o *Program Trading*. Estos programas otorgaban la posibilidad de transar un portafolio completo, normalmente consistente en todas las acciones S&P 500, con una sola orden individual colocada en una de las grandes firmas de corretaje¹².

¹² Gastineau, Gary I., ob. cit., p. 32.

Dada la evolución de los contratos de futuro sobre el índice S&P 500, creados por la Chicago Mercantile Exchange (CME), nacieron los Index Participation Shares (IPS). Comenzaron a transarse en la American Stock Exchange y en la Bolsa de Philadelphia (Philadelphia Stock Exchange) en 1989 como instrumentos relativamente simples, totalmente sintéticos, lo cual atrajo inmediatamente el interés de los inversionistas.

Sin embargo, la CME y la Commodity and Futures Trading Commission (CFTC) interpusieron una demanda argumentando que los IPS correspondían a contratos de futuro y que éstos, de acuerdo a la ley, debían transarse en una bolsa regulada por la CFTC. Tiempo después, la Corte Federal en Chicago encontró que las IPS eran de hecho contratos de futuros ilegales y tenían que ser transados en una bolsa de futuros¹³. Luego de la sentencia de la Corte Federal de Chicago, se cerró la transacción de IPS y los tenedores de éstos tuvieron que liquidar sus posiciones.

Tuvo que pasar bastante tiempo antes de que en EE.UU. se crearan instrumentos similares a los IPS. Sin embargo, un poco más al norte, los canadienses crearon los Toronto Stock Exchange Index Participation (TIPs), otro antecesor de los actuales ETFs. Los TIPs eran certificados de depósitos cuyos subyacentes seguían el índice TSE-35¹⁴, pero que fracasaron al poco tiempo dados los altos costos de administración.

En EE.UU., a finales de los 80 se crearon las denominadas *SuperShares*¹⁵. Las *SuperShares* eran un producto complejo que usaba tanto una estructura de *trust fund* como de *mutual fund* –una dentro de la otra–, pero que considerando su alta remuneración y complejidad, dadas las características particulares que presentaban, nunca se transaron activamente.

Richard Ferri nos presenta otra cara de estos instrumentos. Los denomina *SuperTrust* y habrían nacido luego que la Securities and Exchange Commission (SEC) aprobara¹⁶ ciertas excepciones a la Investment Act, permitiendo así que se constituyera un *trust* pero con características de *mutual funds*, autorizando que se crearan y destruyeran participaciones durante el día (aportes y rescates).

Casi en paralelo a las *SuperShares* –o *SuperTrust*–, la American Stock Exchange, aprovechando las excepciones a la Investment Act autorizadas previamente por la SEC, desarrolló los denominados *Standards & Poor's Depository Receipts* (SPDRS), los cuales a partir de 1990 comenzaron a crecer exponencialmente. Los SPDRS, por ejemplo del S&P 500, son acciones de un *unit trust* que contiene un portafolio de acciones del S&P 500, que, a diferencia de los portafolios de la mayoría de los *unit trusts* de los EE.UU., puede ser rápidamente modificado en la medida que cambia

¹³ *Idem*, p. 33.

¹⁴ *Idem*, p. 33.

¹⁵ Las *SuperShares* son un producto financiero creado por Leland, O'Brien, Rubinstein Associates.

¹⁶ Investment Company Act Release N° 17809.

el índice¹⁷. El SPDRS Trust, Series 1, conocido como SPDRS S&P 500, manejado por *State Street Global Advisors*, comenzó a transarse en enero de 1993, levantó 500 millones de dólares el primer año y actualmente supera los 60 billones.

La historia moderna de los ETF nace en 1996. *Morgan Stanley* y *Barclays Global Investors* (BGI) se unieron y lanzaron en la *American Stock Exchange* el denominado *World Equity Benchmark Share* –WEBS–, con cerca de treinta *Exchange Traded Funds* relacionados a diferentes países. De acuerdo a Gastineau¹⁸, WEBS fue importante por dos razones. Primero, eran fondos de índice extranjeros y, segundo, estaban dentro de los primeros productos índices transados que usaron un *mutual fund* en oposición a una estructura de *unit trust*.

IV. ESTRUCTURA LEGAL DE LOS ETFs EN EE.UU.

De acuerdo a la SEC, los ETFs ofrecen al público inversionista una participación en un grupo de valores y otros activos y por lo tanto son similares en muchas formas a los fondos mutuos tradicionales, salvo porque las acciones de un ETF pueden ser compradas y vendidas como acciones durante el día en una bolsa de valores a través de un corredor de bolsa. Los ETF, por lo tanto, poseen características de un *mutual fund* tradicional, que emite acciones rescatables, y una *closed-end investment company*, que generalmente emite acciones que se transan a precios de mercado en una bolsa nacional de valores y que no son rescatables.

Como vimos anteriormente, los ETFs utilizan y han utilizado distintas plataformas legales: *trust*, *open-end funds (mutual funds)*, *closed-end funds*, *trust*¹⁹, etc. En este sentido, la SEC considera que los ETFs poseen características de un *mutual fund* tradicional, que emite acciones rescatables, y de una *closed-end investment company*, que generalmente emite acciones que se transan y se negocian al precio de mercado en una bolsa nacional y que no son rescatables²⁰.

De acuerdo a lo anterior, para entender qué hace especial a los ETFs respecto de otras alternativas de inversión conviene analizarlos comparando la clásica estructura de la legislación de EE.UU. de los *open-end funds* y los *closed-end funds*.

Los *open-end funds*, técnicamente, son un *mutual fund* que constantemente ofrece nuevas acciones a la venta y permite el rescate de las

¹⁷ Gastineau, Gary I., ob. cit., p. 34.

¹⁸ *Idem*, p. 35.

¹⁹ De acuerdo a la Sección 4 de la Investment Company Act, los Trust son “an investment company that usually buys and holds a fixed portfolio until the trust’s termination date. When the trust is dissolved, proceeds are paid to shareholders”.

²⁰ Exchange-Traded Funds, Proposed Rule. Securities and Exchange Commission.

mismas acciones en cualquier día hábil a su precio NAV. Los aportantes pueden comprar y vender acciones en cualquier día hábil y el tamaño del fondo no es limitado²¹. La Sección 5(a) de la Investment Company Act de 1940²² (*Investment Act*) define la *open-end company*²³ como una compañía de inversiones que ofrece a la venta o tiene pendiente cualquier valor rescatable del cual es emisor.

Por su parte, la misma Sección de la *Investment Act* define los *closed-end fund* como cualquier compañía de inversiones distinta de una *open-end company*. Más específicamente, Gastineau los define como una compañía de inversiones con un número fijo de acciones emitidas. Después que la oferta inicial de acciones es completada, un nuevo inversionista compra acciones de otro accionista y no directamente del fondo. Luego, agrega, en contraste con las acciones de un *open-end mutual fund*, el cual usualmente puede aceptar rescates al valor neto de los activos, las acciones de un *closed-end fund* se pueden transar en el mercado con un premio o un descuento sobre el valor neto de los activos²⁴.

Richard A. Ferri nos indica que hay más similitudes que diferencias entre un *open-end fund* tradicional y un ETF que siguen un mismo índice. Ambos emiten acciones que representan participaciones en la propiedad del fondo. Ambos fondos mantienen como subyacente una canasta de acciones del S&P 500. Los gastos cargados a los partícipes de VLLAX (Ticker correspondiente al *Vanguard 500 Index*) y IVV (Ticker correspondiente al *iShare S&P 500 ETF*) corresponden a 0,09 por ciento. Ambos fondos pueden ser comprados o vendidos en cualquier día que la bolsa de valores esté abierta, y, para todos los efectos prácticos, las expectativas de retornos para ambos tipos de fondos son idénticas.

Comparemos ahora un *open-end fund*, por ejemplo el Vanguard 500 Index, con un ETF, como el iShare S&P 500 ETF.

La primera diferencia radica en cómo los inversionistas adquieren las participaciones de cada fondo. En el caso del *open-end fund*, las participaciones se adquieren directamente de la administradora del fondo²⁵. En cambio, las participaciones del ETF, al igual que las acciones de so-

²¹ Gastineau, Gary I., ob. cit., p. 334

²² La "40 Act" nace como consecuencia de una larga discusión en el Congreso a partir de los abusos cometidos por administradores y personas dedicadas al marketing de instrumentos o servicios financieros entre los años 1920 y 1930. En dicha época el Congreso determinó que la obligación de entregar información al mercado no era suficiente, y que por lo mismo resultaba necesaria una ley que estableciera requisitos y prohibiciones más propias del sistema legal continental-europeo que del sistema anglosajón.

²³ Por su parte, la Sección 2 (8) de la Investment Act define "partnership" como "*an association, a joint-stock company, a trust, a fund, or any organized groups of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in this capacity as such*"

²⁴ *Idem*, p. 321.

²⁵ Comparando con el caso chileno, sería lo mismo que realizar el aporte a un fondo mutuo entregando los recursos directamente a la administradora o agente colocador autorizado de dicho fondo.

ciudades anónimas abiertas, se adquieren directamente en bolsa de otros inversionistas²⁶, tal como lo explicaremos más adelante.

Lo anterior tiene como consecuencia diferentes formas de cobrar comisiones de entrada al fondo, en la compra de participaciones, la custodia de los instrumentos y la publicidad que pueden hacer del fondo.

Una segunda diferencia entre un *open-end fund* y un ETF es el precio de las participaciones, dado que en el primer caso éstas se valorizan por día al cierre del fondo de acuerdo al NAV²⁷ de los instrumentos subyacentes en ese día²⁸. Por el contrario, en el caso de los ETF, el precio de las participaciones depende de las transacciones que se realicen sobre éstas durante el horario de transacción bursátil, esto es, que el precio que se determine por la interacción de las ofertas y demandas de participaciones que se produzcan en la bolsa. Una cuestión distinta es el precio de los subyacentes que componen la canasta del índice, cuya diferencia con el valor bursátil de las participaciones incentiva a las prácticas de arbitraje, lo que se analiza en detalle más adelante.

En la práctica esto redundante en que en los *open-end funds* debo esperar hasta el día siguiente de producidas alzas o bajas en el mercado para aprovechar las oportunidades de inversión, y en los ETFs las puedo aprovechar durante el día²⁹.

Las eventuales diferencias que puedan existir entre el NAV del ETF y su cotización bursátil permiten estrategias de arbitraje, las cuales inmediatamente corrigen las distintas valorizaciones³⁰.

Una tercera diferencia radica en el *settlement period*, esto, el momento en que el inversionista debe pagar el precio de la participación que está adquiriendo y el vendedor entregar el instrumento respectivo. Normalmente los *open-end funds* tienen un *settlement period* de un día hábil, por lo que el inversionista al solicitar a la administradora la adquisición de una cuota debe estar preparado para pagar al día siguiente (y la administradora debe a su vez liquidar activos suficientes, salvo que disponga de caja para pagar el rescate solicitado). A diferencia de lo anterior, el *settlement period* para los ETFs es de tres días hábiles.

²⁶ La excepción a lo anterior la constituye la creación de cuotas del fondo por parte de las denominadas Entidades Autorizadas, únicas que pueden aportar directamente al fondo, lo que se analiza en detalle más adelante.

²⁷ Valorización de los subyacentes del fondo / número de participaciones emitidas = NAV.

²⁸ Al respecto, el artículo 15 de la Ley de Fondos Mutuos señala que las cuotas de los fondos mutuos se valorarán diariamente en la forma que determine el reglamento de esta ley. Luego, el artículo 25 del Reglamento de la Ley de Fondos Mutuos enumera las partidas que se deben sumar para determinar el valor de los activos del fondo, y el artículo 26 establece aquellas que se deben deducir de la sumatoria de las anteriores.

²⁹ En el numeral 2.3. precedente explicamos esta situación con un ejemplo, donde comparamos comprar y vender en el día una participación de un ETF con el aporte a un fondo mutuo corriente con los mismos subyacentes.

³⁰ Como veremos, el arbitraje, o la sola amenaza de arbitraje, permite alinear los precios NAV y el bursátil del ETF. Si se separan, los “arbitradores”, mediante transacciones, los vuelven a juntar.

Una vez revisadas algunas de las principales diferencias entre los *open-end funds* y los ETFs y, aunque puede sonar confuso, considerando que estos últimos son precisamente *open-end funds*, es importante entender cómo un instrumento logra transformarse en otro, obteniendo así una serie de ventajas financieras y comerciales.

Cuando revisamos la historia de los ETFs mencionamos a propósito de la aprobación de las *SuperShares* –o *SuperTrust*– de Leland, O'Brien, Rubinstein Associates, que la SEC autorizó una serie de excepciones a la Investment Act de 1940, norma madre de los *open-end funds*, en su calidad de Investment Company. Son justamente esas excepciones las que dieron luz a la creación y masificación de los ETFs en los Estados Unidos.

Dado que son excepciones que deben ser aprobadas caso a caso por la SEC, Gastineau señala que una de las consecuencias de la necesidad de obtener la aprobación del ETF a través del procedimiento de excepción ha sido la considerable demora entre el tiempo de requerir la excepción y el tiempo necesario para que dicha aprobación de excepción sea concedida. El desarrollo y proliferación de los ETFs ha sido significativamente –algunos dirían severamente– limitado por el proceso de obtener excepciones para cada emisión y para cada categoría de fondos.

Por esta razón, y teniendo en consideración que el mercado financiero normalmente avanza más rápido de lo que puede avanzar el regulador³¹, es que la SEC publicó para comentarios del mercado (*Proposed Rule* de 18 de marzo de 2008) la norma que establece las excepciones generales a las que se podrán acoger los emisores de ETF sin necesidad de solicitar autorización previa de la SEC. Así, si el ETF que se pretende lanzar cumple con las condiciones establecidas como norma por la SEC, puede colocar las participaciones en el mercado sin requerir autorización previa.

La Investment Act otorgó amplias facultades a la SEC para autorizar excepciones a la misma ley, cuestión que permite hasta el día de hoy un dinamismo regulatorio-financiero propio de los mercados desarrollados. A este respecto, la Sección 6(c) de la Investment Act establece “*la comisión a través de normas y regulaciones según su propia iniciativa, o por orden según solicitud, puede condicional o incondicionalmente eximir a cualquier persona, valor, o transacción, o a cualquier clase o clases de personas, valores o transacción, de cualquier disposición o disposiciones de esta (Ley) de cualquier norma o regulación abí incluida, si y en la medida que dicha exención sea necesaria o apropiada para el interés público y consistente con la protección de los inversionistas y los propósitos justamente pretendidos por la política y las disposiciones de esta (Ley)*”.

³¹ A propósito de la actual crisis financiera (2008), uno de los temas que se analizó es cómo la FED, la SEC u otra entidad gubernamental de EE.UU. no fue capaz de adelantarse, mediante regulación o requerimientos de información, a los problemas ocurridos.

Este tipo de autorización legal otorgada a la SEC merece una breve detención en un tema de vital importancia para el futuro de nuestro mercado. El Congreso de EE.UU. confía en la gestión y trayectoria de la SEC, o más bien en la institucionalidad de ésta, lo que permite que las leyes que gobiernan el mercado de valores no contengan un excesivo nivel de detalles que sólo solucionan, o pretenden solucionar, una determinada contingencia legal-financiera. En la mayoría de los casos, las leyes de EE.UU. relativas al mercado de valores se enfocan, por una parte, en establecer los principios legales generales que deben regir en el mercado de valores, y por la otra regular en específico ciertas materias, pero permitiendo que las entidades supervisoras de dicho mercado, la SEC, autoricen o regulen excepciones a la misma, como una forma de permitir que el regulador vaya de la mano con el mercado.

En el caso chileno, lamentablemente, la situación es distinta. Ni el mercado ni los legisladores confían en que un regulador estatal, como la Superintendencia de Valores y Seguros, tenga las atribuciones para hacer excepciones a la ley. En algunos casos –muy pocos– la ley autoriza a dicha Superintendencia para complementar la ley o eventualmente exigir requisitos distintos a ciertas operaciones. Así, el legislador se ve casi en la obligación de incorporar en las leyes cuestiones absolutamente innecesarias y que a la larga impiden el desarrollo del mercado de capitales.

Un cambio institucional, como el propuesto por la misma Superintendencia, en orden a constituirse como una Comisión de Valores y Seguros, permitiría llevar a cabo un proceso de “desregulación” legal. Este cambio institucional requiere garantías mínimas tanto para el Congreso como para el mercado, como requisitos en la designación de los consejeros que garanticen la no dependencia del Ejecutivo, causales de remoción de consejeros claras –versus que sean de exclusiva confianza del Presidente de la República–, procedimientos contenciosos claros y transparentes, separación funcional entre el ejercicio de las facultades normativas y fiscalizadoras respecto de la facultad sancionadora, etc.

Volviendo al tema principal, las excepciones más importantes a la Investment Act, necesarias para la construcción y comercialización de ETFs (como *open-end funds*), dicen relación con permitir los rescates³² –destrucción de participaciones– del fondo sólo a través de *creation units*³³; que las participaciones del ETF se negocien en bolsa durante el día a un precio distinto al NAV calculado diariamente para el fondo; y que relacionados³⁴ a la administradora del fondo entreguen o reciban valores de éste contra participaciones del mismo. Estas y otras excepciones las desarrollaremos en el siguiente capítulo.

³² Formalmente se habla de redimir participaciones (*redemption*).

³³ Qué son los *creation units* se analiza más adelante.

³⁴ *Affiliates*.

V. ¿CÓMO OPERAN LOS ETFs?

Teniendo como punto de partida un *open-end fund*, a continuación explicaremos cómo opera en la práctica la construcción y comercialización de un ETF. Para estos efectos, analizaremos los aspectos más importantes, desde el punto de vista legal, en la estructuración de un ETF.

1. CREACIÓN Y RESCATE DE CUOTAS CON VALORES (*IN-KIND CREATION AND REDEMPTION*)

Al proceso de creación y destrucción de participaciones, entregando o retirando valores del fondo, se le denomina *in-kind creation and redemption*³⁵. Gastineau³⁶ nos señala que la idea era que los corredores de bolsa o grandes inversionistas pudieran depositar canastas de acciones con el *trustee* y recibieran a cambio certificados de depósitos (acciones del fondo). Si ellos decidían en algún momento del futuro que ya no deseaban tener acciones del fondo, ellos podían intercambiar las acciones de éste por la canasta de valores subyacentes.

En el “mundo” de los ETF participan básicamente tres partes: el Gestor o *manager* del ETF, las Entidades Autorizadas³⁷ y los Inversionistas que adquieren en bolsa las participaciones. Se pueden agregar el Promotor³⁸, el Depositario³⁹ y el Creador de Mercado⁴⁰.

El gestor es quien administra, aunque sea pasivamente, el fondo ETF y se encarga de que el retorno de la cartera administrada tenga correlación igual a 1⁴¹, o por lo menos muy cercana a 1, con la variación que experimente un determinado índice a través de transacciones en el mercado secundario. Así, el gestor, al recibir recursos en valores o en efectivo, se encarga de organizar las inversiones del fondo de tal manera que los

³⁵ El concepto de *in-kind creation* se refiere a la posibilidad de crear participaciones de un fondo aportando valores a éste, versus que pagando en efectivo la misma participación. Por su parte, cuando hablamos de *in-kind redemption*, nos referimos a la posibilidad de rescatar las cuotas del fondo –destruirlas– recibiendo como pago valores del fondo.

³⁶ Gastineau, Gary I., ob. cit., p. 63.

³⁷ Utilizamos el concepto de Entidad Autorizada por la traducción literal de *Authorized Participants*.

³⁸ En algunos mercados, el Promotor es el creador del ETF y generalmente promociona la existencia de estos instrumentos y su transacción en bolsa.

³⁹ El Depositario es la entidad, normalmente regulada, que se encarga de la custodia de los subyacentes del ETF así como de las participaciones del mismo. En algunos mercados realiza además funciones de auditor en relación con la composición de la cartera del fondo.

⁴⁰ Los Creadores de Mercado, o *Market Maker*, corresponden a aquellos intermediarios que están obligados a actuar en el mercado secundario de los ETF, comprando y vendiendo a precios mínimos y máximos acordados con el manager o gestor.

⁴¹ Que tenga correlación 1 implica que cada 1% que sube un subyacente A, el subyacente B sube también 1%. Si tuvieran correlación 0 implicaría que un aumento de A no implica un aumento de B. Luego, si tuvieran correlación negativa -1 por ejemplo se traduciría en que cada 1% que sube el subyacente A, el subyacente B cae 1%.

inversionistas obtengan, en principio, el mismo retorno que si hubieren invertido directamente en cada uno de los subyacentes.

Las entidades autorizadas son los únicos a quienes se les permite “interactuar” con el fondo en la creación y destrucción de participaciones. Los inversionistas por su parte son quienes adquieren las participaciones del ETF en la bolsa a través de su corredor de bolsa.

2. ¿CÓMO INTERACTÚAN?

Las participaciones del ETF se crean –como en el aporte a un fondo mutuo nacional– mediante la entrega, por parte de las Entidades Autorizadas, de una canasta de activos o valores al fondo. Obviamente los activos que se entregan al fondo son los mismos que forman parte del índice y, en principio, con “idéntica” composición⁴². Lo que recibe la Entidad Autorizada se denomina *creation units*⁴³, que corresponden a un número determinado de participaciones del ETF, normalmente entre 25.000 y 30.000, más una cantidad en dinero equivalente a los dividendos repartidos y algunas comisiones. Gastineau⁴⁴ señala que los ETFs existentes emiten sus acciones a cambio del depósito de portafolios de valores en los múltiplos del *creation unit* especificada por el asesor del fondo. Con las mínimas excepciones, relacionadas principalmente a los ajustes por pago de dividendos y balanceos de montos en efectivo, la creación y destrucción de cuotas son siempre en valores, no en efectivo. Las transacciones de los ETF en el mercado secundario en una bolsa son en acciones individuales emitidas en la creación de éstas, y no en *creation units*.

Recordemos que una de las excepciones a la Investment Act es que los aportes y rescates al fondo sólo se realicen a través de *creation units*. Lo anterior se justifica, por ejemplo, dado que obligar al fondo a recibir o entregar montos muy bajos en valores sólo encarecería y estorbaría el funcionamiento del fondo; si sólo se tratara de una participación de bajo valor habría que considerar la posibilidad de entregar una fracción de un subyacente.

En la práctica, no necesariamente se entregan los mismos activos ni en la misma ponderación del índice⁴⁵. La regla general es que, en la creación de la participación, se debe entregar aquello que publique, normalmente a primera hora de la mañana, el *portfolio manager* del fondo. El *portfolio manager* del ETF es quien sabe qué activos, y en qué proporción, se requie-

⁴² Cuando hablamos de idéntica composición, nos referimos a que si el fondo tiene diez acciones, necesariamente debo aportar las mismas diez acciones para crear una cuota.

⁴³ Gastineau, Gary I., ob. cit., p. 324.

⁴⁴ *Idem*, p. 324.

⁴⁵ Es decir, al ETF del S&P 500 no necesariamente debo aportar las 500 acciones que componen el índice ni la misma composición o peso relativo dentro del mismo, sino que en las condiciones que informe el *portfolio manager* a primera hora de la mañana.

ren para replicar eficazmente el *índice objeto*⁴⁶ (incluyendo la proporción en efectivo que se requiere). La excepción a lo anterior lo constituyen las estrategias de optimización que se explicarán más adelante.

Por ejemplo, cabe imaginar un índice con 10 subyacentes, cada uno con una ponderación distinta sobre el total. Así, si se pretende hacer un *in kind creation* aportando cuotas al fondo, se deben entregar, por ejemplo, los 10 subyacentes de acuerdo a su ponderación en el índice.

Ahora, puede considerarse que uno de los subyacentes paga dividendos, con los cuales se adquiere el mismo subyacente (la acción X paga dividendos y se compra más de X). En este caso, al pretender hacer un *in kind creation* el *portfolio manager* del fondo ya no requerirá los 10 subyacentes, sino sólo 9 de ellos, ya que la compra realizada con los dividendos balanceó el fondo. Esto no significa que el *portfolio manager* puede determinar indiscriminadamente qué activos deben aportarse y en qué ponderación, ya que su mandato es replicar el comportamiento del índice en la rentabilidad del fondo.

Una situación similar ocurre en los casos que el *portfolio manager* optimiza la cartera del fondo, sea vía criterios de optimización o bien a través de la utilización de instrumentos derivados.

Para el primer caso puede considerarse el ETF del índice Vanguard 2000, que refleja el comportamiento de precios de 2.000 subyacentes. Es difícil, por no de decir imposible, que para hacer un *in kind creation* deba entregar 2.000 subyacentes, salvo que se permitan *cash creation*, donde la dificultad se traslada al *portfolio manager* del fondo. Por lo anterior, un *portfolio manager* puede optimizar la cartera del fondo adquiriendo, por ejemplo, 200 (de 2.000) subyacentes del índice, cuyo comportamiento de precios refleja, con un alto grado de probabilidad, el comportamiento del índice completo.

En el segundo caso, esto es utilizando instrumentos derivados, el *portfolio manager* del fondo no necesariamente adquiere los subyacentes materialmente, sino que a través de derivados. Por ejemplo, no compra x cantidad del subyacente y , sino que adquiere opciones para adquirir el mismo subyacente en un plazo determinado; o bien celebra futuros o *forward* sobre el subyacente y . Por ejemplo, para replicar el índice de precio selectivo de acciones (IPSA) puedo adquirir las 40 acciones que lo componen, de acuerdo al peso específico de cada una en el índice, o bien puedo comprar opciones (*call*) para adquirir dichas acciones, invertir en un futuro de IPSA, comprar una parte en acciones y la otra en opciones, hacer un *forward* de acciones, etc.

Volviendo a algunos párrafos anteriores, una vez creada la participación en el ETF *-creation units-*, la Entidad Autorizada normalmente procede a enajenar individualmente las participaciones en bolsa a un inversionista,

⁴⁶ En la práctica, el *portfolio manager* nunca cambia mucho los activos o la ponderación del índice.

quien pasa a ser titular de una cartera diversificada de instrumentos, o bien las conserva como inversión, sea para invertir a largo plazo en el índice correspondiente o bien para cubrir posiciones en otros instrumentos a través de estrategias de derivados.

El rescate o destrucción de un *creation unit –redemption–* se lleva a cabo realizando la operación contraria. La Entidad Autorizada adquiere en bolsa participaciones hasta construir un *creation unit* y solicita al fondo la destrucción –rescate– de éstas a cambio del portafolio de instrumentos que componen el índice.

Sin perjuicio de lo anterior, existen ETFs que permiten *cash creation*, esto es, que las participaciones se adquieran no entregando instrumentos a cambio sino pagando en efectivo –tal como opera en un fondo mutuo tradicional–. Esto ocurre, normalmente, respecto de ETF cuyos mercados son poco líquidos, donde es complicado conseguir cada uno de los subyacentes que componen un índice.

3. MERCADOS

Como señalamos anteriormente, las participaciones de los ETF, al igual que las acciones, son transadas en una bolsa de valores. En el caso de los *open-end mutual funds*, todos los titulares de participaciones pueden, en cualquier momento, solicitar a la administradora del mismo el rescate –*redemption*– de sus cuotas, en las condiciones que determine el reglamento del mismo, lo que otorga liquidez diaria para los inversionistas.

Para que un ETF funcione, con relativos bajos costos, es imposible que el administrador/gestor del ETF reciba solicitudes de rescate en valores –*in kind redemption*– de cualquier persona, en cualquier momento y volumen, por lo que, como señalamos, sólo las Entidades Autorizadas pueden acceder a crear o rescatar participaciones.

De acuerdo a lo anterior, en el “mundo” de los ETF existen dos mercados: uno que podemos denominar “Mercado Primario”, en el que sólo interactúan el gestor del ETF, y las Entidades Autorizadas. El segundo, y más común, es el “Mercado Secundario”, donde se llevan a cabo las transacciones de las participaciones del ETF. La gran diferencia entre ambos dice relación con las personas que pueden acceder a éstos, toda vez que en el Mercado Primario sólo participan grandes inversionistas institucionales capaces de mover fuertes volúmenes en inversiones. Por su parte, cualquier persona califica como inversionista para operar en el Mercado Secundario.

La otra diferencia, es que en el Mercado Primario los aportes y rescates normalmente se realizan, salvo excepciones, principalmente⁴⁷

⁴⁷ Decimos que principalmente, toda vez que en algunas ocasiones en la creación de la participación del ETF se exige una parte en efectivo. El efectivo puede corresponder al pago

como *in kind creation and redemption*, mientras que en el Mercado Secundario las compras y ventas de participaciones siempre se efectúan en *cash*⁴⁸.

Por último, los precios de transacción o de intercambio son distintos: en el Mercado Primario las transacciones se ejecutan de acuerdo al precio cierre promedio del día en que se realizó la transacción (NAV). En el Mercado Secundario las transacciones se realizan a los precios que determine la interacción de las fuerzas de oferta y la demanda, es decir, a precio de mercado.

4. ARBITRAJE

Ya se señaló que eran estrategias que permiten tener alineados los precios NAV y de bolsa de las participaciones de un ETF. Ahora se verá cómo opera este arbitraje.

Las Entidades Autorizadas crean y destruyen participaciones –con *creation units* obviamente–. Ahora bien, es legítimo preguntarse por qué lo hacen. Es necesario que, por ejemplo un inversionista institucional, entregue parte de su cartera de inversiones a cambio de una cuota, para luego venderla en el mercado y posteriormente adquirirla para recuperar sus valores.

Varias respuestas. Primero, para un gran inversionista puede resultar más fácil vender una cartera de activos en una sola operación –la venta de las participaciones del ETF– que vender varios activos diferentes en forma individual. Para vender cada activo debe entregar órdenes específicas al corredor de bolsa y esperar que éste obtenga compradores y buenos precios. Así, el cálculo de rentabilidad que hizo el inversionista al tomar la decisión de venta puede cambiar radicalmente de acuerdo a los precios que le obtenga su corredor de bolsa. Segundo, y como contrapartida de lo anterior, si se tiene la intención de poseer una cartera diversificada de activos –los subyacentes mismos– resulta más fácil adquirir las participaciones en bolsa y posteriormente intercambiarlas por activos contra el fondo. Tercero, no hay duda que pueden existir muchas otras razones, las que sólo tienen como límite la imaginación de los inversionistas.

La respuesta financiera más adecuada corresponde a que los grandes inversionistas crean y destruyen participaciones intercambiando valores,

de dividendos de los subyacentes, o bien al pago de primas de opciones, en el caso que el ETF se encuentre expuesto a través de estos contratos.

⁴⁸ También hay excepciones a la regla de *cash* en las transacciones bursátiles. En algunos mercados, por ejemplo EE.UU., se autoriza a comprar a margen (“*purchased on margin*”), lo que significa que el corredor de bolsa le financia parte de la compra a cambio de una cierta garantía. Asimismo se permite realizar operación de venta corta de participaciones de ETF, en las cuales no necesito dinero para ejecutar la operación, sino que garantías.

dato que tienen la posibilidad de realizar operaciones de arbitraje. Las estrategias de arbitraje son todas aquellas operaciones mediante las cuales los inversionistas aprovechan diferencias de precios que se producen en distintos mercados o instrumentos⁴⁹.

¿Cómo opera el arbitraje, por ejemplo con un ETF del IPSA? Las cuotas del ETF se transan durante el horario bursátil en la bolsa de valores, por lo que su precio depende de la oferta, la demanda y el valor neto de los activos que componen el índice. Dados los dos primeros factores, puede ocurrir que el precio de la participación del ETF en bolsa sea superior, en términos relativos, a la sumatoria del valor de los subyacentes –las acciones que componen el IPSA–, por lo que las Entidades Autorizadas deciden “arbitrar” el precio: adquieren los subyacentes, crean nuevas cuotas del ETF y las venden en bolsa, obteniendo como utilidad la diferencia entre el valor de adquisición de las acciones y la venta de la participación en bolsa.

Revisemos lo anterior con un ejemplo numérico. Tomando nuevamente el ejemplo del IPSA y supongamos que la sumatoria del precio de los subyacentes en un momento T_0 ⁵⁰ es \$ 100. Ahora, supongamos que tenemos un mercado bursátil muy activo y dinámico, salen buenas noticias económicas y los inversionistas salen fuerte a comprar acciones, lo que provoca que la participación del ETF IPSA se comienza a cotizar a \$ 110, siendo que todavía el NAV del fondo ETF es \$ 100.

La oportunidad para la Entidad Autorizada es clara. En términos muy generales, y suponiendo que no existen comisiones de corretaje, al ver estos precios, la Entidad Autorizada inmediatamente comprará en el mercado los subyacentes del IPSA a \$ 100, las aportará al fondo a cambio de participaciones (los aporta a NAV), y luego las enajenará en bolsa a \$ 110, obteniendo una utilidad de \$ 10 por un simple arbitraje.

La sola posibilidad de que exista arbitraje hace que los precios de las participaciones del ETF en bolsa se mantengan en línea con el precio de los subyacentes del índice (NAV). Sin embargo, existe de todas maneras la posibilidad de arbitrar y por lo mismo el interés de obtener ganancias como Entidad Autorizada. En el ejemplo anterior, el arbitraje realizado debiera llevar nuevamente el precio del ETF IPSA a niveles de \$ 100.

⁴⁹ La octava edición del Black Law Dictionary define *kind arbitrage* como “purchase of a security that, having no restriction other than the payment of money, is exchangeable or convertible, within a reasonable time to a second security, with simultaneous offsetting sale of the second security. Arbitrage: the simultaneous buying and selling of identical securities in different markets, with the hope of profiting from the price difference of those markets”.

⁵⁰ Es decir, la suma de los precios de las acciones que componen el índice, en las proporciones que éstas lo compongan, en un momento determinado del tiempo.

VI. LOS *EXCHANGE TRADED FUNDS* EN CHILE

En noviembre de 2007 Barclays Global Investors (BGI) lanzó al mercado estadounidense el *iShare* de Chile, denominado MSCI Chile⁵¹, *Investable Market Index Fund* (Ticker *ECH*), que tiene por objeto replicar el comportamiento del IPSA. Salvo este instrumento, no existen otros fondos extranjeros que tengan por único objeto de inversión invertir en Chile, ni menos replicar, de la forma que lo hace un ETF, su principal índice accionario.

En los párrafos anteriores analizamos qué son los ETF, sus características, cómo operan, etc. Una primera gran conclusión, que se analiza más adelante, es que las leyes chilenas no permiten construir ETF nacionales en los términos explicados anteriormente. Existen fondos accionarios, fondos que sólo invierten en acciones IPSA, fondos que compran opciones del IPSA, etc., pero no un fondo que funcione de manera similar a un ETF.

Como señalamos en la introducción, el Ministerio de Hacienda anunció que se crearía el marco legal para construir ETF nacionales. Lo importante de dilucidar ahora es cuál es la forma adecuada de hacerlo. A continuación se revisarán en detalle las modificaciones que deberían proponerse, dentro de los proyectos de ley denominados MKIII, respecto de la Ley de Fondos Mutuos y a la Ley de la Renta.

Debemos hacer la salvedad que la idea de autorizar la estructuración de ETF en el mercado local no es nueva. En efecto, el Proyecto de Ley MKII ya intentó, infructuosamente, introducir el concepto de que los fondos mutuos replicaran el comportamiento de un índice, conforme se analiza a continuación.

1. EL PRIMER INTENTO

La Ley N° 20.190 introdujo un nuevo⁵² artículo 13 B en la Ley de Fondos Mutuos, el cual prescribe que “*tratándose de un fondo mutuo cuyo reglamento interno establezca una política de inversión que contemple que las inversiones del fondo tendrán una composición idéntica a la que tenga un determinado índice de medición de fluctuaciones de precio de valores de renta fija o variable, nacional o internacional, no le serán aplicables los límites que contemplan los numerales 5), 6) y 7) del artículo 13*”. El inciso segundo del mismo artículo agrega que *en todo caso, “la Superintendencia determinará, mediante norma de carácter*

⁵¹ El ETF MSCI Chile partió con un monto de U\$ 1.000.000. Actualmente maneja cerca de U\$ 130.000.000.

⁵² Decimos que es nuevo, ya que se incorpora por una ley nueva, valga la redundancia, y aunque ya existía otro artículo 13 B en la Ley de Fondos Mutuos. Actualmente, esa ley tiene dos artículos 13 B, cuestión que entendemos se debe corregir en los proyectos de ley MKIII.

general, las características que deben cumplir los índices, los porcentajes máximos de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad y en el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, ambos sobre el activo del fondo. Asimismo, podrá establecer rangos máximos dentro de los cuales la distribución de la cartera que replica un índice podrá desviarse”.

La idea general o intención de la modificación es que un fondo mutuo, o más bien la política de inversión del mismo, funcione como un ETF, permitiendo que no se apliquen ciertos límites a la inversión. Asimismo, la ley encargó a la Superintendencia de Valores y Seguros fijar las condiciones que deben cumplir los índices, la modificación de los límites de inversión y permitir ciertas desviaciones a la composición de la cartera⁵³.

Sin embargo, no permitió o no reguló dos de las características y ventajas más importantes de los ETFs: los aportes y rescates en valores, y que las cuotas se transen en bolsa.

Como se explicó en los capítulos anteriores, una de las razones que permite que un ETF replique eficazmente el comportamiento de un índice, que a su vez refleja el comportamiento de precios de determinados subyacentes, es por la posibilidad de que ciertas personas, que llamamos Entidades Autorizadas, pudieran realizar aportes y rescates en valores del fondo, lo cual, salvo una excepción, no se encuentra legalmente autorizado.

La Ley de Fondos Mutuos, en el inciso 7° del artículo 16 establece que *“la Superintendencia podrá, en caso de moratoria, conmoción pública, cierre bancario o de Bolsa y otros hechos o anomalías de naturaleza semejante que determine el reglamento, autorizar transitoriamente que el rescate se pague en valores del Fondo, o bien, suspender las operaciones de rescate, las distribuciones en efectivo y la consideración de nuevas solicitudes de suscripción”*. De esta forma, la posibilidad de que el fondo pague los rescates en valores depende de una crisis y del criterio que aplique la Superintendencia de Valores y Seguros, cuestión que, como ya entendemos, no sirve para estructurar un ETF.

En cuanto a la posibilidad de que las cuotas o participaciones del fondo mutuo se transen en bolsa, se debe reconocer que en la práctica nada lo impide. Sin embargo, la Ley de Fondos Mutuos no resuelve cómo una cuota puede ser inscrita en bolsa, ya que no se regula cómo dicha cuota primero se debe inscribir en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

⁵³ Que permita desviaciones de la distribución de la cartera significa en la práctica que si el índice considere que una acción determinada pesa un 10% de éste, el fondo pueda tener, por ejemplo, sólo 9% de la misma acción. Si se exige que replique en forma idéntica, el fondo necesariamente tendría que tener 10% de dicha acción.

Como consecuencia de lo anterior, no existen las transacciones de cuotas de fondos mutuos en bolsa, y por lo mismo no hay mercado secundario de dichas cuotas; no existe la posibilidad de arbitrar el precio de dichas cuotas; no hay diferencias de precios entre el NAV y el “valor de mercado” de dicha cuota, etc. En resumen, utilizando la Ley de Fondos Mutuos no se puede construir un instrumento de inversión que se parezca al ETF.

Hay otros temas que la Ley de Fondos Mutuos no resuelve y que impiden el lanzamiento de ETF's nacionales, los cuales los analizaremos a continuación.

2. ¿SEGUNDO INTENTO?

Teniendo en consideración que ya se intentó introducir los ETF a nuestro mercado, y que lamentablemente no se tuvo éxito, corresponde ahora determinar qué es necesario modificar en los proyectos de ley denominados como “MKIII” para permitir que se creen y transen instrumentos de inversión nacionales con la misma estructura financiera que un ETF.

Para este análisis se utilizará como plataforma legal la Ley de Fondos Mutuos, básicamente por las siguientes razones:

- 1) Se debe recordar que los ETFs de EE.UU. utilizan la estructura legal de los *open-end funds*, que en términos comparativos son fondos mutuos bajo la ley chilena;
- 2) Los costos de administración o de gestión de los fondos mutuos, desde el punto de vista del administrador o gestor del mismo, son menores a los de un fondo de inversión, toda vez que no exigen comité de vigilancia, no requieren juntas de aportantes para modificar el reglamento interno del fondo o para aprobar ciertas materias;
- 3) Los fondos mutuos no requieren juntas de aportantes para crear nuevas cuotas o para “destruirlas”, cuestión que, como vimos en el caso de los ETFs, se realizan periódicamente; y
- 4) Los fondos mutuos tienen un capital “ilimitado”, que sólo cambia por operaciones de aportes y rescates. Los fondos de inversión tienen un capital determinado por el emisor, el cual requiere de juntas de aportantes para aumentarlo o disminuirlo.

Sin perjuicio de lo anterior, el principal obstáculo para utilizar la estructura legal de un fondo mutuo para construir un ETF es tributario. Como veremos más adelante, la Ley de la Renta sólo otorga beneficios tributarios a la venta en bolsa de cuotas de fondos de inversión, mas no para cuotas de fondos mutuos.

Las modificaciones se analizarán desde el punto de vista de: aportes y rescates en valores; límites de inversión; mercados secundarios; tipos de índices; *tracking error*; incentivos tributarios; y otros temas relacionados.

3. APORTES Y RESCATES EN VALORES

El artículo 2° de la Ley de Fondos Mutuos establece que *“la calidad de partícipe se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista, el que deberá efectuarse en dinero efectivo en moneda nacional o extranjera, según se establezca en el reglamento interno del fondo.* Por su parte, el inciso 2° del artículo 16 del mismo cuerpo legal prescribe que *“los valores de rescate, calculados en la forma que establezca el reglamento, serán pagados en dinero efectivo en la moneda nacional o extranjera que señale el reglamento interno del fondo (...).”*

De lo anterior, es claro que la única posibilidad de pagar el aporte y el rescate es en efectivo –moneda nacional o extranjera–. La única excepción a lo anterior es la autorización al pago de rescates que concede el inciso 7° del artículo 16 de la Ley de Fondos Mutuos, ya analizado precedentemente.

Anteriormente señalamos que una de las características que distinguen a los ETF es la posibilidad de realizar aportes y rescates en valores –*in-kind creation and redemption*–, lo cual permite un ahorro de costos para los inversionistas y entrega la posibilidad de arbitrar los precios de los subyacentes contra el valor de las participaciones en bolsa. Si la Ley de Fondos Mutuos no permite realizar aportes y rescates en valores, sólo tendremos fondos mutuos que intentan replicar índices, en los términos establecidos en el artículo 13 B de la Ley de Fondos Mutuos, pero sin todas las ventajas señaladas anteriormente.

Como se puede adelantar, la propuesta de modificaciones a la Ley de Fondos Mutuos parece bastante simple: permitir aportes y rescates en valores, modificando los artículos antes señalados. Sin embargo, claramente no puede ser cualquier valor y menos a cualquier precio, como tampoco puedo perder beneficios tributarios por el hecho de aportar o rescatar los valores del fondo.

3.1. Tipo de valores

Una posibilidad sería permitir que se aporte y rescate cualquier valor. Por ejemplo, acciones IPSA, acciones IGPA, una casa, un terreno, un vehículo, etc. Otra posibilidad es permitir sólo valores de oferta pública con una cotización mínima o con mecanismo de valorización adecuado, tanto desde el punto de vista de formación de precios como de transparencia.

La primera alternativa tiene el problema que su amplitud puede provocar distorsiones en el precio de las cuotas del fondo o de los subyacentes que se integran a él. Por ejemplo, imaginemos un fondo con acciones IPSA y una casa: ¿a qué precio o quién valora la casa? Además, el inversionista que aporta la casa lo más probable es que pretenda salir del fondo in-

mediatamente, por lo que éste último debiera liquidar acciones dejando a los antiguos inversionistas con la parte ilíquida.

La segunda alternativa, la más conservadora, que es la que debería utilizar el proyecto de ley al autorizar, directamente, los aportes y rescates en valores. Asimismo, sin pretender recargar la ley, conviene identificar algunas características que deben cumplir los valores y su proceso de aporte y rescate, conforme se indica a continuación.

3.2. Autorización

La posibilidad de aportar o rescatar en valores no debe implicar una modificación a los instrumentos de inversión elegibles por parte de los fondos.

Los inversionistas, cuando invierten, eligen la política de inversión del fondo, la cual dice relación con los instrumentos de inversión elegibles en los cuales se puede invertir. Un cambio de estos últimos implicaría un cambio en las condiciones ofrecidas inicialmente. En este sentido, la Ley de Fondos Mutuos, su Reglamento y normas complementarias son bastante claras al momento de establecer los instrumentos de inversión elegibles para los fondos mutuos.

De acuerdo a lo anterior, al permitir el aporte y rescate de valores al y del fondo se debe indicar que éstos deben corresponder a aquellos que de acuerdo a la ley están autorizados a invertir.

3.3. Política de inversión

La Ley de Fondos Mutuos se encarga de enumerar los instrumentos de inversión elegibles por parte de los fondos mutuos. Luego, el reglamento interno del fondo se encarga de determinar qué instrumentos de inversión serán elegibles conforme a la política de inversión del fondo. Si la política de inversión es invertir sólo en acciones nacionales, sólo estos activos estarán autorizados en el reglamento interno.

Lo que debería autorizar y regular la ley es sólo permitir aportes en valores de aquellos que el fondo, de acuerdo a su política de inversión definida en el reglamento interno del mismo, tenga por objetivo invertir.

La finalidad es evitar casos, por ejemplo, donde el fondo acepte valores contrarios a la política de inversión que la generalidad de los partícipes adquirió⁵⁴. Por ejemplo, imaginemos el caso de un fondo mutuo que, conforme a su reglamento interno, invierte exclusivamente en instrumentos de renta fija, con el riesgo que este tipo de inversiones conlleva, pero un

⁵⁴ Por ejemplo, se pretende evitar que a un fondo accionario se le aporten, a cambio de cuotas, bienes raíces, toda vez que los partícipes compraron la variación del precio de las acciones y no de los inmuebles (de difícil liquidación).

“amigo” del administrador del fondo le solicita que acepte el aporte en acciones de baja presencia a cambio de cuotas. Los problemas radican en que al aceptar el aporte en acciones se estaría violando el reglamento interno del fondo, estaría cambiando su riesgo y probablemente expropiando riqueza a los aportantes vía una inadecuada valorización de las acciones de baja presencia.

3.4. Composición de la cartera del fondo

Lo que la Ley de Fondos Mutuos debe buscar evitar es que algunos inversionistas, quizás los más privilegiados, aporten al fondo “sólo” algunos valores en relación con la composición de la cartera del mismo. Obviamente los incentivos estarán puestos en aportar valores “malos” para posteriormente rescatar o enajenar la cuota en bolsa.

Por ejemplo, sería bastante injusto para los partícipes de un fondo con diez valores (10% en cada uno), que un inversionista haga su aporte, pagando en valores, mediante la transferencia de sólo uno de ellos (obviamente el más malo), adquiriendo inmediatamente participación en diez.

En términos generales, salvo algunas excepciones, cada nuevo inversionista debiera aportar una canasta de valores no muy distinta a la cartera del fondo. Recordemos que los ETFs permiten que el *portfolio manager* del fondo informe públicamente la canasta de valores que aceptará a cambio de participaciones, la cual podría no ser exactamente igual a la composición del fondo.

Para cumplir con lo anterior, la Ley de Fondos Mutuos sólo se debería limitar a señalar que la composición de los aportes y rescates, en relación a los valores obviamente, no debe diferir significativamente de la composición de la cartera del fondo. Asimismo, y para evitar diferentes interpretaciones, se debiera encargar a la Superintendencia de Valores y Seguros definir o autorizar qué se debe entender por diferencias significativas en la composición de la cartera.

3.5. Políticas de diversificación de las inversiones y de liquidez

La política de diversificación de las inversiones es aquella por la cual el administrador del fondo informa al público, en el reglamento interno del fondo, el mínimo y/o el máximo de recursos que se invertirán en determinados activos o clases de ellos. Por su parte, la política de liquidez se refiere, en términos generales, a si el fondo mantendrá activos líquidos en cartera para pagar eventuales rescates u otros compromisos financieros.

En los párrafos anteriores se señaló que era conveniente que la ley regulara la composición del aporte y rescate en relación con la composición de la cartera del fondo.

A mayor abundamiento, la Ley de Fondos Mutuos debería procurar señalar que los aportes y rescates en valores no pueden atentar contra las políticas de diversificación de las inversiones del fondo y de liquidez. De esta forma, si el reglamento interno del fondo establece que se invertirán hasta un 40% de los recursos en instrumentos de renta fija, el administrador nunca debiera aceptar más de dicho porcentaje al momento de recibir un aporte en valores.

3.6. Precio a que se deben aportar o rescatar los valores

Como la Ley de Fondos Mutuos no permite aportes y rescates en valores, nada se dice respecto al precio en que eventualmente podrían realizarse estas operaciones. Aun en la situación de excepción que contempla el inciso 7° del artículo 16 de la Ley de Fondos Mutuos, antes comentada, no se regula el precio de transferencia de los valores.

El tema del precio a que se deben aportar o rescatar los valores es de vital importancia para proteger a los inversionistas y así evitar costos de agencia o bien expropiación de riqueza del fondo a favor de determinadas personas.

Por ejemplo, utilicemos el caso de un fondo mutuo que replica el comportamiento del índice IGPA SMALL⁵⁵ calculado y publicado por la Bolsa de Comercio de Santiago, cuya característica es que agrupa acciones de baja liquidez, en términos de capitalización bursátil, y por ende de baja presencia. El fondo mutuo en cuestión estará compuesto por los activos del índice, los cuales, como señalamos, no se transan habitualmente y por lo mismo no tienen un precio de mercado.

Ahora, ¿qué ocurre si un nuevo inversionista, en colusión con el administrador del fondo, al aportar la cartera de activos le asigna un valor superior a aquel que realmente les debiera corresponder? En la práctica, el nuevo inversionista está expropiando riqueza del fondo –a los otros aportantes–, ya que a su aporte se le reconoce un valor mayor al real, obteniendo más cuotas a cambio.

Pensando en las eventuales modificaciones, entendemos que es bastante difícil, por no decir imposible, que la Ley de Fondos Mutuos se encargue de regular cómo se debe valorar cada uno de los eventuales subyacentes que se podrían aportar a un fondo mutuo. Por lo mismo, la solución necesariamente deber ser simple, desde el punto de vista legal, pero compleja en el ámbito administrativo o técnico para dar una real respuesta al problema de los precios.

Así, la regulación ideal para los problemas de precios sería que la Ley de Fondos Mutuos únicamente señale que los aportes y rescates deben

⁵⁵ El Índice IGPA SMALL está compuesto por 33 acciones de sociedades anónimas abiertas y cuenta con una capitalización bursátil inferior a US\$ 500.000.000.

hacerse a precio de mercado. Ahora, cuál es el precio de mercado a que se deben aportar y rescatar los valores, es otro tema.

En teoría, precio de mercado es aquel que se fija cuando en transacciones bursátiles hay acuerdo sobre el precio del instrumento: alguien ofrece vender a \$ 100 y otro comprar a \$ 100.

El problema radica en que aun cuando hay “alguien” dispuesto a vender a \$ 100, el precio real del instrumento, por ejemplo el precio de la última transacción, puede haber sido \$ 50, lo que obviamente no es el precio de mercado y no entrega una solución.

En virtud de lo anterior, y considerando las eventuales dificultades que pueden existir al momento de determinar el precio de mercado de determinados valores, como por ejemplo instrumentos de renta fija que no se transen en bolsa (o que se transe un volumen no representativo), es que consideramos que la Superintendencia de Valores y Seguros debiera ser la encargada de fijar o autorizar⁵⁶ las reglas para que se determine el precio de mercado de los valores que se aporten y rescaten del fondo.

De esta forma, la Superintendencia de Valores y Seguros podría fijar las reglas o fórmulas de cálculo de precios de mercado, señalando que corresponderá al precio de bolsa en ciertas condiciones, o eventualmente autorizar metodologías que se propongan en los reglamentos internos de los fondos⁵⁷.

3.7. Neutralidad tributaria

Uno de los beneficios tributarios más importantes que contempla la ley a favor de los inversionistas del mercado de valores es el establecido en el artículo 18 ter de la Ley de la Renta.

Considerando la importancia que tiene esta materia, el análisis de la situación tributaria de los ETF, y en especial la que se refiere al aporte y rescate en valores, se analizará más adelante en un capítulo separado.

⁵⁶ Es importante que la Superintendencia de Valores y Seguros se encuentre facultada para autorizar metodologías de valoración de instrumentos, ya que en la práctica es imposible que dicha entidad regule la metodología indicada para todos y cada uno de los activos que eventualmente pueden aportarse al fondo. La posibilidad de autorizar caso a caso otorga dinamismo a la Superintendencia, y le permite ir más de la mano con el mercado. Si se exigiera que todo debe ser “regulado” por la Superintendencia mediante normas, el mercado tendría que esperar que dicha entidad analizara y estudiara a cabalidad cada uno de los instrumentos, para luego determinar las reglas de valoración, siendo que dicho *expertise* es innato a la industria financiera. En este sentido, la Superintendencia debiera encargarse de determinar si las metodologías propuestas se ajustan a parámetros de mercado y que por ende los partícipes del fondo no serán expropiados.

⁵⁷ Ahora, considerando que el proyecto de ley que modifica la Ley de Fondos Mutuos establece la figura del depósito de reglamentos, en contraposición a la aprobación de los mismos por parte de la Superintendencia, es que antes de incorporar en un reglamento interno un mecanismo de cálculo de precio de mercado de valores se deberá solicitar autorización previa a la institución señalada a objeto de evitar posteriores diferencias en los precios y, por ende, eventuales sanciones.

Sólo para dejar establecido el principio, cuando hablamos de neutralidad tributaria nos referimos a que las operaciones de aporte y rescate de valores deben tributar en los mismos términos que la enajenación y adquisición de los mismos instrumentos en bolsa. Por ejemplo, si adquiero en bolsa la acción X (con presencia bursátil) a \$ 100 y posteriormente la vendo en bolsa a \$ 110 no tributo por el mayor valor obtenido en la enajenación de dicha acción. Por lo mismo, si aporto la misma acción X al fondo a \$ 100 y posteriormente la rescato (intercambiándola por cuotas obviamente) a \$ 110, no debiera tributar por dicho mayor valor.

3.8. Límites de inversión

Los ETFs tienen por objeto replicar el comportamiento de determinados índices. La composición del índice depende del creador y agente de cálculo del mismo, por lo que, en principio, sólo depende de la imaginación de los expertos financieros.

Puede ocurrir que un determinado valor tenga un peso específico en el índice muy superior al resto de los valores que lo componen. Por ejemplo, el IPSA agrupa 40 acciones de sociedades anónimas abiertas. A octubre de 2008, la acción que menos pesaba es IANSA con un 0,1015% del total y la acción que más pesaba es COPEC con un 13,6082% del total del índice.

Situación más extrema ocurre con los índices sectoriales calculados por las bolsas. Por ejemplo, en el índice “Banca”, calculado por la Bolsa de Comercio, sólo una acción representa el 41,0834% del total; en el índice “Commodities” una acción, de cinco, representa el 48,4169% de dicho índice.

La Ley de Fondos Mutuos se preocupa, en general, de que las inversiones de los fondos sean seguras, líquidas y diversificadas, prohibiendo por ejemplo que las inversiones de un fondo se concentren en un determinado emisor o grupo empresarial, que la deuda que se adquiere de un emisor no represente una parte importante de los activos de éste, etc.

Al estudiar la introducción de los ETFs en la Ley de Fondos Mutuos encontramos que, en relación a los índices nacionales y algunos extranjeros, algunos límites hacen inviable la construcción de estos tipos de fondos utilizando la estructura de un fondo mutuo. Por ejemplo, existe un límite que señala que un fondo mutuo no puede invertir más del 10% en un mismo emisor, por lo que sería imposible construir un fondo que siga al IPSA, BANCA o COMMODITIES, toda vez que todos incorporan acciones que pesan, sobre el total del índice, más de un 10%.

Sin perjuicio de lo anterior, en MKII ya se había tratado de superar estos obstáculos para fondos mutuos que replicaran índices.

En el nuevo artículo 13 B, antes citado, se señala que a los fondos a que hace referencia dicho artículo “*no les serán aplicables los límites que contemplan los numerales 5), 6) y 7) del artículo 13*”.

Los límites señalados en relación a las inversiones de los fondos mutuos, corresponden a:

- 1) el numeral 5° del artículo 13 de la Ley de Fondos Mutuos señala que “*no podrán invertirse en títulos emitidos o garantizados por una sociedad que controle directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, un 20% o más de las acciones de la respectiva sociedad administradora, ni tampoco en títulos emitidos o garantizados por sociedades pertenecientes a un grupo empresarial que controla al menos dicho porcentaje*”;
- 2) el numeral 6° del artículo 13 de la Ley de Fondos Mutuos señala que “*no podrá invertirse más del 10% del valor del activo del fondo, en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad. (...). El fondo podrá invertir hasta un 25% del valor de su activo en cuotas de un fondo mutuo, de inversión constituido en Chile, de un fondo de inversión extranjero, abierto o cerrado (...), que cumplan con los requisitos que determine la Superintendencia*”⁵⁸;
- 3) el numeral 7° del artículo 13 de la Ley de Fondos Mutuos señala que “*el conjunto de inversiones de un fondo mutuo en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial no podrá exceder del 25% del activo del fondo*”.

De esta forma, la Ley de Fondos Mutuos ya contempla la posibilidad de excepcionar la aplicación de ciertos límites de inversión a fondos mutuos cuya política de inversión tenga como objetivo replicar el comportamiento de un determinado índice.

La justificación para estas excepciones se funda en que el administrador del fondo ya no tiene incentivos (o problemas de agencia) en concentrarse en un determinado emisor, dado que la estrategia de inversión viene dada por la composición del índice que se pretende replicar. Por esta razón es que se dice que los ETFs tienen administración pasiva, ya que el *portfolio manager* no debe estar buscando alternativas de inversión rentables, sino que únicamente debe concentrarse en replicar el comportamiento de los subyacentes del índice.

Sin perjuicio de lo anterior, el artículo 13 B intenta ir un poco más allá de la mera excepción a la aplicación de ciertos límites, y establece que “*en*

⁵⁸ Al respecto, la letra d) del numeral 5° de la Circular N° 1.127, de la Superintendencia de Valores y Seguros, establece que “No obstante, el fondo mutuo podrá invertir hasta un 25% del valor de su activo en cuotas de un fondo de inversión extranjero, abierto o cerrado, siempre que dichas cuotas hubieren sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo, conforme a sus procedimientos, para la inversión de los fondos de pensiones chilenos”.

todo caso, la Superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, (...) los porcentajes máximos de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad y en el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, ambos sobre el activo del fondo”.

De esta forma, la Ley de Fondos Mutuos entrega al mercado una señal de inseguridad a la hora de estructurar productos financieros similares a los ETFs, toda vez que la Superintendencia de Valores y Seguros, en cualquier momento, podría modificar los límites establecidos. Así, el límite que hoy es 100%, dadas las excepciones a los numerales 5), 6) y 7) del artículo 13 de la Ley de Fondos Mutuos, mañana puede ser 50%⁵⁹.

Al respecto, cabe considerar que una autorización “en blanco” no otorga las garantías suficientes al mercado para estructurar nuevos productos, y que, por lo mismo, en las eventuales modificaciones a la Ley de Fondos Mutuos debe ser eliminada.

Lo anterior no significa que se puede lanzar un fondo mutuo que replique el comportamiento de dos acciones (50% cada una), abusando quizás de las excepciones antes mencionadas, toda vez que la Superintendencia, en virtud del mismo artículo 13 B antes citado, se encuentra facultada para determinar *“las características que deben cumplir los índices (...)”*. Así, la Superintendencia de Valores y Seguros puede establecer, dentro de las características mínimas que deben cumplir los índices, el peso máximo, en términos relativos, que cada instrumento puede tener dentro del índice respectivo.

3.9. Mercados secundarios

La letra a) del artículo 4° bis de la Ley de Mercado de Valores define Mercado Secundario Formal como *“aquél en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en forma directa o a través de un agente de valores o corredores de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él (...)”*.

Por su parte, el artículo 15 de la Ley de Fondos Mutuos establece que *“las cuotas de los fondos mutuos se valorarán diariamente en la forma que determine el reglamento de ésta”*. Luego, el artículo 16 del mismo cuerpo legal prescribe que *“los partícipes podrán en cualquier tiempo, rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo”*.

De esta forma, los partícipes pueden en cualquier momento rescatar sus cuotas al precio diario –liquidez diaria– que resulte de la metodología de cálculo que establezca el reglamento interno del fondo, la cual obviamente está regulada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

⁵⁹ Lo que constituye un argumento adicional para la creación de una Comisión de Valores y Seguros.

Anteriormente revisamos que una de las características de los ETFs es que, sin perjuicio de entregar liquidez diaria, como un fondo mutuo, permiten obtener liquidez “intradía”⁶⁰, a través de las transacciones de las participaciones del fondo en bolsa.

Actualmente, los fondos mutuos en Chile no se transan en bolsa, sin perjuicio de algunas excepciones y operaciones puntuales⁶¹. Como señalamos anteriormente, la ley, en general, no prohíbe expresamente la transacción en bolsa de cuotas de fondos mutuos, pero tampoco la regula como en otros casos, como por ejemplo en los fondos de inversión.

Por su parte, las normativas aplicables de la Superintendencia de Valores y Seguros o de las bolsas de valores nada dicen respecto de la transacción en bolsa de estas participaciones ni tampoco respecto a la inscripción de las cuotas del fondo en el Registro de Valores para posteriormente ser inscritas en bolsa para su cotización.

Al respecto, se debe recordar que permitir la construcción de un ETF local necesariamente conlleva garantizar que las participaciones de éste se puedan cotizar en bolsa y con beneficios tributarios, como veremos más adelante.

De acuerdo a lo anterior, el proyecto de ley MKIII, que modifica la Ley de Fondos Mutuos, debe incorporar algún mecanismo de inscripción de las cuotas del fondo mutuo en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia. Asimismo, hay que tener en consideración que el Ministro de Hacienda anunció además que el proyecto de ley que modifica la Ley de Fondos Mutuos contempla la posibilidad de depositar los reglamentos internos y contratos de suscripción de los fondos, en contraposición al actual procedimiento de aprobación de dichos documentos.

Necesariamente el proyecto que modifica la Ley de Fondos Mutuos debe contemplar alguna especie de inscripción automática de las cuotas del fondo mutuo en el Registro de Valores, lo cual puede ocurrir al momento en que el reglamento del fondo mutuo, y el contrato de suscripción de cuotas, se depositen en la Superintendencia de Valores y Seguros.

Así, una vez que las cuotas del fondo mutuo se encuentran en condiciones de ser colocadas en el mercado, se debiera entender que están automáticamente inscritas en el Registro de Valores y en situación de ser inscritas a su vez en las bolsas para ser cotizadas.

Comentario aparte merece la problemática de la falta de liquidez del mercado nacional en acciones, en el evento de que los nuevos fondos mutuos que sigan índices logren captar grandes volúmenes en inversiones.

⁶⁰ Recordemos que Liquidez Intradía significa que el inversionista, puede vender sus participaciones y comprar otras, obteniendo ganancias por la compra y venta de las mismas durante el día. En un fondo mutuo corriente, el partícipe rescata al precio que se calcula al final del día (precio desconocido) y por lo mismo no puede arbitrar durante el día.

⁶¹ Hace algún tiempo se hicieron algunas operaciones de “simultánea” de fondos mutuos. En Chile, las simultáneas, u operaciones a plazo, normalmente se hacen sobre acciones.

El eventual problema, que el mismo mercado debe regular, surge de las transacciones que el fondo mutuo tipo ETF, o sus Entidades Autorizadas, deban realizar para adquirir o liquidar los subyacentes del índice. Por ejemplo, si una de las Entidades Autorizadas pretende, por razones de arbitraje, crear o destruir un gran número de participaciones del fondo (*creation units*), eventualmente deberá adquirir o vender grandes volúmenes en las acciones del índice, lo que, atendidas la profundidad y liquidez de nuestro mercado, podría tener influencia en los precios.

Por último, luego de las modificaciones legales le corresponderá a las bolsas de valores regular los procedimientos para inscribir en bolsa cuotas de fondos mutuos.

3.10. Tipos de índices

La política de inversión de los ETFs tiene por objeto replicar el comportamiento de índices financieros bursátiles, de renta fija, *commodities*, etc. En la práctica, cualquier cálculo de valor que considere una canasta de instrumentos puede ser considerado un índice. Así, una corredora de bolsa podría inventar diariamente índices y metodologías de cálculo, lo cual obviamente no es la intención al introducir los ETFs en Chile.

Lo anterior dado que se deben considerar criterios de cálculo, de composición, de ponderación, etc, que sean permanentes en el tiempo y no sujetos a cambio o a la posibilidad de desaparecer en cualquier momento. Es difícil que la ley se encargue de definir las características que debe cumplir cada índice para poder ser “replicable” por un fondo mutuo, con las consiguientes excepciones que ello conlleva.

Ya en MKII se facultó a la Superintendencia de Valores y Seguros para fijar las características que deben cumplir los índices.

De esta forma, le corresponde a la Superintendencia tener en consideración criterios para autorizar índices, tales como el mínimo de instrumentos que puede agrupar un índice, el peso relativo de cada uno de ellos en el mismo, el agente de cálculo, su difusión y publicidad, etc.

3.11. Desviaciones en la composición de la cartera respecto a la cartera del índice respectivo

La composición de la cartera del ETF es exactamente igual a la composición del índice. Se revisó incluso un ejemplo con el ETF de Vanguard 2.000. La realidad financiera nos muestra que no se necesita comprar exactamente los mismos activos del índice para replicar eficazmente el comportamiento de los precios de los subyacentes de éste.

Ahora, ¿cómo se regula este tema en Chile? Sería equivocado que el proyecto de ley que modifica la Ley de Fondos Mutuos establezca que la cartera del fondo debe ser idéntica a la composición del índice, esto es,

si el índice tiene diez acciones y cada una pesa 10%, necesariamente el fondo debe tener las mismas diez acciones y en el mismo porcentaje.

Luego, es imposible que la Ley de Fondos Mutuos se pronuncie respecto de cada excepción a la regla de composición de la cartera del fondo en relación con el índice, toda vez que continuamente aparecen diferentes estrategias financieras, modelos matemáticos, optimizadores, etc., que permiten cumplir los objetivos de replicar el comportamiento de los subyacentes del índice.

Una vez más se deberá confiar en que la Superintendencia de Valores y Seguros podrá normar correctamente estas materias. Así, el artículo 13 B de la Ley de Fondos Mutuos establece que la entidad indicada “*podrá establecer rangos máximos dentro de los cuales la distribución de la cartera que replica un índice podrá desviarse*”.

Aun cuando la redacción no es lo suficientemente clara, creemos que basta para que la Superintendencia fije el criterio de desviaciones en la composición de la cartera respecto a la cartera del índice respectivo.

VII. OTROS TEMAS SOBRE ETF

Hay dos temas adicionales y relacionados entre sí que vale la pena comentar rápidamente y de los cuales sólo uno requeriría cambios en la Ley de Fondos Mutuos.

El artículo 16 de la Ley de Fondos Mutuos prescribe que *los partícipes podrán en cualquier tiempo, rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo*, lo que implica que cualquier inversionista y en cualquier momento puede solicitar a la administradora que le restituya su participación en el fondo. Como vimos precedentemente, un ETF no puede coexistir con la posibilidad ilimitada de rescatar cuotas del fondo.

Esta problemática se solucionaría permitiendo que los reglamentos internos de los fondos limiten la posibilidad de hacer aportes y rescates a un mínimo de cuotas o de monto, en la medida que las cuotas del mismo se encuentren inscritas en una bolsa de valores para su cotización. De esta forma, se permite discriminar a los inversionistas sobre la base de condiciones objetivas, y a su vez se garantiza la posibilidad de liquidez para los otros inversionistas que inviertan directamente en bolsa.

Lo anterior no sólo permite darle viabilidad legal y financiera a los fondos tipo ETFs, ya que serían imposibles de administrar si todos los titulares de sus cuotas pudieran solicitar aportes y rescates, sino que además institucionaliza por defecto a las Entidades Autorizadas. Este tipo de inversionista no necesita ninguna otra regulación, más que aquella que pueda establecer el administrador del fondo a través del contrato de suscripción de cuotas.

VIII. INCENTIVOS TRIBUTARIOS

Una cuestión fundamental que olvidó regular MKII fue el incentivo tributario para la transacción en bolsa de las cuotas de fondos mutuos, cuyos reglamentos internos contemplan que su política de inversión tiene por objeto replicar un índice. En defensa de MKII, de la lectura del artículo 13 B se puede deducir que el legislador nunca tuvo en consideración que las cuotas del fondo mutuo se transaran en bolsa y por lo mismo no incorporó incentivos tributarios asociados a ello.

A nuestro entender, si la Ley de la Renta no contempla beneficios tributarios al mayor valor obtenido en la venta en bolsa de cuotas, y otros que explicaremos más adelante, los inversionistas no tendrían incentivo de adquirir dichas participaciones, ya que, en el caso de las acciones, les conviene transarlas directamente y, en la medida que éstas tengan transacción bursátil, aprovechar los actuales beneficios del artículo 18 ter de la Ley de la Renta⁶².

En relación con lo anterior, y como se explicará más adelante, la Ley de la Renta ya contempla el beneficio tributario a la enajenación en bolsa de cuotas de fondos de inversión, de aquellos regidos por la Ley N° 18.815 (“Ley de Fondos de Inversión”), por lo que incluir ahora a los fondos mutuos no debiera enfrentar objeciones en el Congreso.

Conviene analizar los beneficios tributarios desde dos perspectivas, la de los inversionistas que aportan y rescatan valores al fondo (Entidades Autorizadas), que llamaremos “Inversionistas Primarios”, y la de los inversionistas que adquieren las cuotas en bolsa, que llamaremos “Inversionistas Secundarios”.

1. PERSPECTIVA TRIBUTARIA DE LOS INVERSIONISTAS PRIMARIOS

El inciso primero del artículo 18 ter de la Ley de la Renta prescribe que *“no obstante lo dispuesto en los artículos 17, N° 8, y 18 bis, no se gravará con los impuestos de esta ley, ni se declarará, el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, efectuada en una bolsa de valores del país o en otra bolsa autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros (...), siempre que las acciones hayan sido adquiridas en una bolsa de valores, o en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones regida por el Título XXV de la Ley N° 18.045 o en una colocación de acciones de primera emisión (...).”*

⁶² Por ejemplo, si apporto acciones con presencia bursátil al fondo (operación de venta de acciones al fondo), la ley obliga a tributar por el mayor valor obtenido entre el precio de adquisición y el de enajenación. Obviamente se va a preferir venderlas directamente en bolsa, acogiéndome al artículo 18 ter de la Ley de la Renta, y aportar al fondo el producido de dicha operación.

De esta forma, si cualquier inversionista adquiere, en la forma indicada, una acción de una sociedad anónima abierta, con presencia bursátil, y posteriormente la enajena en bolsa, no debe declarar el mayor valor obtenido en dicha enajenación y por ende está exento de pagar el impuesto a la renta correspondiente. Para efectos del análisis que sigue, conviene hacer énfasis en que el inversionista debe enajenar en bolsa las acciones indicadas.

Una de las características fundamentales de los ETF es que los Inversionistas Primarios (Entidades Autorizadas) pueden efectuar aportes en valores al fondo a cambio de cuotas del mismo, o bien obtener valores contra el rescate o destrucción (*redemption*) de las cuotas. Los aportes y rescates en valores se realizan directamente con el administrador o gestor del fondo. En estricto derecho, el proceso de aporte en valores implica una enajenación de instrumentos contra una adquisición de cuotas, o más bien una permuta entre valores y cuotas del fondo. Por su parte, el rescate de valores implica una compra de valores contra la enajenación de las cuotas, donde también se deben aplicar las reglas de la permuta.

En este sentido, la primera conclusión de lo anterior es que los Inversionistas Primarios no enajenan ni adquieren las acciones en bolsa, al momento de efectuar aportes o rescates en valores, respectivamente, toda vez que las operaciones las realizan directamente contra el administrador del fondo, o más bien, contra el mismo fondo.

Así, los Inversionistas Primarios pierden cualquier incentivo a aportar o rescatar valores del fondo, toda vez que perderían los beneficios tributarios establecidos en el artículo 18 ter de la Ley de la Renta, que habrían obtenido adquiriendo y enajenando las acciones directamente en bolsa.

La segunda conclusión, considerando que un inversionista racional prefiere pagar menos que más impuestos, es que si no existe una igualdad en el tratamiento tributario al aporte y rescate de acciones al fondo, en relación con la adquisición y enajenación de acciones en bolsa, un Inversionista Primario jamás participaría como Entidad Autorizada, y que por lo mismo no se podrían estructurar fondos mutuos con las características de un ETF, independientemente de todos los otros esfuerzos que se hagan por modificar la Ley de Fondos Mutuos.

Anteriormente se señaló que la solución es aplicar el principio de neutralidad tributaria, esto es, considerar que, de acuerdo a ciertos requisitos, las operaciones de aportes y rescates de valores al fondo deben tener el mismo tratamiento tributario que las operaciones de adquisición y enajenación de valores en bolsa. A este respecto, se aplica a la perfección el aforismo jurídico que dice “*donde existe la misma razón, existe la misma disposición*”.

La solución propuesta implica, por ejemplo, que si adquiero en bolsa una acción con presencia bursátil y luego la aporto al fondo (se la ena-

jeno al fondo), no debo declarar ni pagar impuestos por el mayor valor obtenido. Por su parte, si la acción señalada no tiene presencia bursátil, el mayor valor obtenido en la enajenación sí estaría afecto al impuesto a la renta.

En conclusión, si el legislador va a hacer esfuerzos en modificar la Ley de Fondos Mutuos para permitir la estructuración de ETF locales, en los proyectos de ley MKIII necesariamente se debe incluir una modificación a la Ley de la Renta que consagre el principio de neutralidad tributaria antes señalado.

Sin perjuicio de lo anterior, lamentablemente, la Ley de la Renta sólo contempla este tipo de beneficios a las acciones de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil⁶³, por lo que lo más probable es que se creen fondos mutuos tipo ETF exclusivamente con subyacente de este tipo de acciones, impidiendo que se genere una mayor liquidez para otro tipo de instrumentos. Aún así, es esperable que en el futuro se incorporen otros tipos de acciones e instrumentos a este beneficio que potencia el uso del mercado de valores como mecanismo de ahorro e inversión.

2. PERSPECTIVA TRIBUTARIA DE LOS INVERSIONISTAS SECUNDARIOS

Ya analizados los efectos tributarios en los procesos de aporte y rescate a cargo de los Inversionistas Primarios, es necesario revisar la perspectiva tributaria de las personas que compran y venden las participaciones del fondo mutuo en bolsa. Estas personas son las que dan liquidez a las cuotas y permiten que fluya el proceso de creación y destrucción de las cuotas indicadas, cuestión esencial en un ETF. Sin estos inversionistas, los fondos mutuos tipo ETF sólo serían depósitos de acciones de inversionistas institucionales.

El caso que estamos revisando es la situación, desde el punto de vista tributario, del Inversionista Secundario que compra y luego vende la cuota del fondo mutuo tipo ETF en bolsa. Hoy por hoy, en la medida que las cuotas del fondo mutuo se transen en bolsa, los inversionistas necesariamente pagarían impuestos por el mayor valor obtenido al momento de la enajenación de las cuotas de dicho fondo, cuestión que no motiva en lo absoluto a participar en este nuevo mercado que se pretende crear.

Al respecto, el inciso cuarto del artículo 18 ter de la Ley de la Renta prescribe que *“lo dispuesto en el inciso primero será también aplicable a la enajenación, en una bolsa de valores del país o en una autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, de cuotas de fondos de inversión*

⁶³ Respecto de este punto, hacemos énfasis en que no hemos encontrado argumentos tributarios sólidos y suficientes que justifiquen que el beneficio tributario del artículo 18 ter de la Ley de la Renta se aplique exclusivamente a acciones con presencia bursátil. De hecho, la Ley de la Renta debiera premiar a aquellos que se arriesgan e invierten en acciones más “desconocidas”, y que ojalá sean de capital de riesgo.

regidos por la Ley N° 18.815, que tengan presencia bursátil”. Luego señala que “asimismo se aplicará a la enajenación en dichas bolsas de las cuotas señaladas, que no tengan presencia bursátil o al rescate de tales cuotas cuando el fondo se liquide o sus partícipes acuerden una disminución voluntaria de capital, y al rescate de cuotas de fondos mutuos regidos por el decreto Ley N° 1.328, de 1976, siempre y cuando se establezca en la política de inversiones de los reglamentos internos, de ambos tipos de fondos, que a lo menos el 90% de la cartera de inversiones del fondo se destinará a la inversión en acciones con presencia bursátil”.

Como se puede apreciar, para que un inversionista sea titular de los beneficios tributarios indicados en el párrafo anterior debe invertir en un fondo mutuo cuya política de inversión establezca que se invertirá a lo menos un 90% de la cartera en acciones con presencia bursátil, y que además se comprometa a pagar el 100% de los dividendos recibidos por las inversiones del fondo en acciones de sociedades.

De acuerdo a lo anterior, si un Inversionista Secundario adquiere una cuota de un fondo mutuo tipo ETF y luego la vende el bolsa, debe tributar por todo el mayor valor, independientemente que el 90% de la cartera de dicho fondo se invierta en acciones con presencia bursátil y que reparta el 100% de los dividendos, toda vez que para el caso de los fondos mutuos la Ley de Impuesto a la Renta regula únicamente el “rescate” de cuotas del fondo mutuo, mas no su enajenación en bolsa.

Sin embargo, y conforme señala el inciso cuarto del artículo 18 ter de la Ley de Impuesto a la Renta antes citado, si se tratare de un fondo de inversión, de aquellos regidos por la Ley de Fondos de Inversión, y las cuotas de éste tuvieran presencia bursátil, el inversionista que las enajena en bolsa no pagaría impuestos por el mayor valor obtenido en dicha transacción, toda vez que esa ley sí consagra expresamente el beneficio tributario indicado.

Nuevamente la solución es bastante simple: homologar el tratamiento tributario de la enajenación en bolsa de cuotas de fondos de inversión a las cuotas de fondos mutuos. Así, independientemente del subyacente del fondo mutuo, si al momento de la enajenación en bolsa de la cuota de ésta tiene presencia bursátil, el inversionista no deberá declarar ni pagar impuestos por el mayor valor obtenido.

IX. CONCLUSIONES

Los ETFs representan una excelente oportunidad para que cualquier inversionista nacional, sin que necesariamente cuente con los recursos para abrir cuentas en el extranjero, acceda a una base diversificada de inversiones a nivel mundial. Con estos productos, los pequeños inversionistas podrán diversificar fácilmente sus ahorros en países, regiones,

industrias, etc., adquiriendo cuotas del fondo mutuo tipo índice respectivo, logrando así disminuir su exposición al riesgo mediante la “separación de los huevos en distintas canastas”.

Ahora bien, actualmente estos inversionistas pueden acceder a fondos mutuos corrientes que también invierten en los mismos países, regiones e industrias. De hecho, la industria de fondos mutuos ha crecido fuertemente en los últimos años.

Sin embargo, y como se indica al comienzo, los ETFs tienen la ventaja, respecto de los fondos mutuos y fondos de inversión, de contemplar bajas remuneraciones por concepto de administración⁶⁴. Por ejemplo, el iShare MSCI Chile, de acuerdo al prospecto, tiene una remuneración de 0,74% de los activos administrados –que por lo demás es considerada un *fee* alto respecto de otros ETFs–, contra una remuneración promedio de cerca del 2% para los fondos nacionales. Así, los pequeños inversionistas acceden a un producto de alto nivel, pero a un precio relativo más bajo, privilegiando aún más sus ahorros⁶⁵.

Otro tema que debe dejarse planteado es la participación de los fondos de pensiones nacionales en la operatoria de los fondos mutuos tipo ETF. Actualmente, y entre otras materias relativas a los ETFs, los fondos de pensiones no están autorizados para efectuar aportes y rescates en valores, toda vez que la ley y las normas aplicables prescriben que sólo pueden operar en *cash*.

En otros países latinoamericanos, como Perú, los fondos de pensiones han sido vitales para el lanzamiento de estos productos, aportando al comienzo del fondo grandes volúmenes de activos para hacer operativos estos instrumentos, sin perjuicio de las posibilidades que tienen de arbitrar los precios. De esta forma, resulta forzoso plantearse la necesidad de modificar el actual D.L. 3.500 sobre Administradoras de Fondos de Pensiones, y sus normas complementarias, en orden a permitir que los fondos de pensiones aporten y rescaten determinados valores, con las limitaciones y restricciones que tanto el legislador como la Superintendencia de Pensiones (o el Comité de Inversiones) estimen necesarias.

Por último, y quizás como un planteamiento a futuro de la actual legislación relativa a los fondos de inversión y fondos mutuos, considerando las modificaciones que antes se propusieron y aquellas anunciadas para los fondos de inversión por el Ministro de Hacienda bajo MKIII, parece conveniente unificar la Ley de Fondos Mutuos y la Ley de Fondos de

⁶⁴ De hecho, no sólo la remuneración es más baja, sino que también los gastos, ya que el fondo no necesita estar permanentemente gastando recursos en comisiones de corretaje en la compra y venta de activos, ya que son las Entidades Autorizadas las que los aportan directamente al fondo.

⁶⁵ Esto en la medida que el administrador del fondo mutuo tipo ETF traspase efectivamente el ahorro a los partícipes. Sólo nos queda esperar que el mercado ajuste adecuadamente este aspecto.

Inversión en una gran ley –la Ley de Fondos–, la cual contemple las distintas estructuras organizacionales de cada tipo de fondo.

Hay muy pocos aspectos fundamentales que diferenciarían un fondo mutuo de un fondo de inversión, por lo que dos leyes sólo se prestan para confusiones⁶⁶ –especialmente para los inversionistas extranjeros– y aprovechamiento de asimetrías normativas entre ambos.

⁶⁶ Actualmente existen leyes para fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de inversión de capital extranjero, fondos de inversión de capital extranjero de riesgo y fondos para la vivienda.

ALGUNOS PROBLEMAS DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

JUAN IGNACIO PIÑA ROCHEFORT

*Doctor en Derecho
Profesor de Derecho Penal. Universidad de los Andes*

I. PREMISAS PARA LA INCURSIÓN DEL DERECHO PENAL EN ESTOS ÁMBITOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

1. GENERALIDADES

El delito de uso de información privilegiada, contenido en las letras e), g) y h) del artículo 60 de la Ley 18.045, está incardinado en lo que doctrinariamente se denomina el Derecho penal económico chileno. Esta afirmación, desde el inicio, lo hace acreedor de una serie de sospechas. No es necesario recalcar aquí las deficiencias que presenta en nuestro país este ámbito del Derecho penal, muy especialmente en lo que se refiere a su falta de sistematización, a la laxitud de sus incriminaciones legales y, muy especialmente, a la difícil relación que tiene con la potestad sancionatoria de la Administración en ámbitos particularmente regulados¹. A esta altura, declaraciones de esa naturaleza parecen una diletante perogrullada.

¹ En nuestro medio existen varias publicaciones sobre esto. Vid. Bustos Ramírez, *Perspectivas actuales del derecho penal económico*, *Gaceta Jurídica* N° 132 (1991), 7. Cárcamo Olmos, *Breves reflexiones de política criminal en el derecho penal económico*, en *Revista de Derecho, Criminología y Ciencias Penales Universidad San Sebastián* N° 2 (2000), pp. 183-189. Guerrero Velásquez, *Concepto y características del Derecho penal económico*, en *Revista Entbeos Universidad de las Américas*. Año 2, Volumen 1 (2004), pp. 13-41. Hernández Basualto, *Perspectivas del Derecho penal económico en Chile*, en *Persona y Sociedad*, Volumen XIX, N° 1 (2005), pp. 101-134. Náquira Riveros / Salim-Hanna Sepúlveda, *Derecho penal económico: origen, contenido y límites*, en *Revista de Derecho Universidad Finis Terrae*, Año IX, N° 9 (2005), pp. 117-127. Sobre la evolución histórica de este ámbito del Derecho penal vid. por

Sin embargo, más allá de las falencias de nuestra legislación, parece innegable que respecto de varios de estos tipos existe adicionalmente una severa carencia de criterios de interpretación desarrollados por nuestra doctrina y jurisprudencia. Dentro de ellas, sin duda el delito de uso de información privilegiada tiene –valga la consciente redundancia– un lugar de privilegio². Las razones para esta carencia son diversas y guardan más bien relación con características criminológicas de la conducta. Que nuestra jurisprudencia no se ha manifestado decididamente y que por ello no pueden encontrarse criterios de aplicación de la norma del artículo 60 es evidente. Probablemente esto mismo ha acarreado la distancia de la doctrina respecto de estos delitos que más parecen un invento de los protectores del funcionamiento del mercado de valores que una reflexión seria que competa a los penalistas. En otras palabras, para qué ocuparnos de un delito que no se aplica y cuya existencia parece simplemente intentar producir un efecto disuasivo por la incriminación abstracta.

Ambas situaciones son, además de lamentables, profundamente riesgosas. La ausencia de criterios de interpretación doctrinaria o jurisprudencial del tipo penal ha transformado este delito en una especie de espada de Damocles que pende sobre los actores del sistema financiero. Y no se sabe cuándo caerá sobre ellos³.

Por otro lado, la presencia de la administración, cada vez mostrando mayor actividad y compromiso en la persecución y sanción de estas conductas, ha terminado por encender las alarmas. No son pocos los antecedentes que ya obran en poder del Ministerio Público, el que deberá mostrar, dentro de poco, cuál será el criterio político criminal de persecución de estos delitos. Muy especialmente considerando que dichos antecedentes ya cuentan con relevantes sanciones en sede administrativa.

Estas breves notas tienen pretensiones altamente modestas: simplemente poner sobre la discusión un par de problemas con los que la aplicación

todos, García Cavero, *Derecho penal económico. Parte General* (2ª ed.), Grijley, Lima 2007, pp. 3-19.

² Sobre este asunto vid. Alcalde Rodríguez, *Uso de información privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción*, en *RChD*, 27, N°1 (2000), pp. 11-28; Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores: Análisis crítico de la regulación contenida en la Ley N° 18045*, en *Gaceta Jurídica* N° 299 (2005), pp. 7-24; Stipp Amador, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores en el anteproyecto del nuevo Código penal chileno. Especial referencia al bien jurídico protegido*, en Balmaceda Hoyos (coord.), *Problemas actuales de Derecho penal*, Ediciones Jurídicas de Santiago, Santiago 2007, pp. 349-391.

³ En parte, lo mismo ha ocurrido con las sanciones administrativas dispuestas al efecto y varios actores del sistema han manifestado su sorpresa por el supuesto cambio de criterios de la SVS en la aplicación de su potestad sancionadora gubernativa. Sin perjuicio de ello, es probable que el órgano administrativo ya haya otorgado luces respecto de sus criterios de sanción, cosa que –cuando menos en lo que respecta a sanciones criminales– no ha hecho la Corte Suprema por falta de pronunciamiento sobre el asunto.

de estas normas se encontrará. Si la función principal del Derecho penal es evitar que el poder punitivo del Estado sorprenda a los ciudadanos, entregar certezas acerca de su modo de operar debe ser una de las prioridades de los operadores del sistema. En ese camino, es necesario reconocer que este no es un artículo que pueda dar cuenta del estado actual de la situación (precisamente por la inexistencia de un verdadero *status questionis*). Después de leerlo, los actores del sistema económico, sedientos de certeza y seguridad, no tendrán más que entregarse a la incertidumbre y la especulación.

2. LAS EXPECTATIVAS DE LOS ACTORES: CONFIANZA Y DESCONFIANZA

A pesar de que no es común encontrarlo planteado de este modo, el problema que subyace al uso de información privilegiada no es distinto del que sucede en cualquier otra forma de delitos. Es cierto que un anclaje histórico y exacerbado al concepto clásico de “bien jurídico”⁴ ha hecho parecer que las reglas que rigen a este tipo de delitos –que más parecen atentar contra el funcionamiento de un sistema (el sistema económico)– difieren de aquellas que parecen regir a la delincuencia clásica –con bienes jurídicos individuales y adscriptibles a un titular determinado–⁵. La verdad es que esto no es del todo cierto.

En el caso de los delitos económicos es evidente que el objeto de protección es –en realidad– la confianza de los actores del sistema económico en el modo de funcionamiento de éste⁶. En el caso que nos atañe, lo que protege el delito de uso de información privilegiada son las expectativas que los actores del sistema de valores le dirigen a un modo de funcionamiento⁷. En otros términos, solo en la medida que ellos pueden

⁴ Qué poco ha evolucionado desde la formulación inicial de Birnbaum, en su artículo fundacional *Über das Erfordernis einer Rechtsverletzung zum Begriffe des Verbrechens*, en «Archiv des Kriminalrechts», Neue Folge, 1834. Acerca del origen del concepto de bien jurídico *vid*, por todos, Amelung, *Rechtgüterschutz und Schutz der Gesellschaft. Untersuchungen zum Inhalt und zum Anwendungsbereich eines Strafrechtssprinzips auf dogmengeschichtlicher Grundlage. Zugleich ein Beitrag zur Lehre von der „Sozialschädlichkeit“ des Verbrechens*, Athenäum Verlag, Frankfurt 1972, pp. 38 y ss, 43 y ss.

⁵ Sobre la extensa discusión acerca del bien jurídico protegido en este tipo de delitos *vid*. Stipp Amador, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, pp. 363-378; Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Ap. II; Jericó Ojer, *Utilización de Información privilegiada en el ámbito del mercado de valores*, pp. 187 y ss.

⁶ Vid. Bottke, *Criminalidad económica y Derecho criminal económico en la República Federal Alemana*, en Revista Penal, N° 4 (1999).

⁷ En este sentido, Arroyo Zapatero, *El abuso de información privilegiada en el Derecho penal español*, en Arroyo Zapatero/Tiedemann, Estudios de Derecho penal económico, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Cuenca 1994, pp. 45-61; López Barja de Quiroga, *El abuso de información privilegiada*, en Bacigalupo (dir.), Derecho penal económico Hammurabi, Buenos Aires 2000, pp. 431-467; Muñoz Conde, *Delincuencia económica: Estado de la cuestión y propuestas de reforma*, en AA.VV, Hacia un Derecho penal econó-

confiar en que el resto de los actores cuentan con un caudal de información “relativamente simétrico” para sus decisiones de inversión, pueden tomar razonable y confiadamente esas decisiones. Lo que acontece en un delito clásico –como un homicidio o una estafa– no es particularmente distinto. En efecto, solo en la medida que los ciudadanos puedan confiar razonablemente en que no serán objeto de una defraudación patrimonial o de una lesión en su integridad corporal, pueden tomar sus decisiones cotidianas de hacer una transacción comercial o salir a la calle a dar un paseo.

Luego, el principio básico es que toda forma de incriminación protege, en realidad, la confianza de los ciudadanos en la vigencia de ciertas normas⁸. Y precisamente por la relevancia de esa vigencia para la toma de sus decisiones, el Derecho penal decide conminar su defraudación con una pena. De este modo, cuando se ven vulneradas por una conducta que las contradice, la pena se levanta como un mensaje muy potente que busca devolver la confianza en su vigencia. Puesto en términos muy sencillos, cuando un homicida es sancionado con una pena se evacua un mensaje para el resto de la sociedad: sigan confiando en que se puede circular por la vida sin ser asesinado, a pesar de que este sujeto (el condenado) haya sostenido con su hecho lo contrario. Del mismo modo, cuando alguien recibe una pena por haberse aprovechado de información privilegiada con la que contaba para hacer una transacción de valores, se evacua un mensaje para el resto de los actores del sistema: sigan confiando en que habrá una relativa simetría en la información con la que toman sus deci-

mico europeo, Boletín Oficial del Estado, Madrid 1995, pp. 275-276. En sentido contrario, reconociendo este elemento como ratio legis de la incriminación y no propiamente como bien Jurídico, Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Ap. II; Jericó Ojer, *Utilización de Información privilegiada en el ámbito del mercado de valores*, p. 188.

⁸ Pues el delito no es sino la negación de esa vigencia y por tanto la negación de la propia estructuración normativa que la sociedad se ha dado. Sobre esto vid. Jakobs, *Norm, Person, Gesellschaft* (2ª ed.) 1999, p. 103; el mismo, *Strafe muss Sein! Muss Strafe Sein?*, 1998, p. 34; el mismo, *Sobre la normativización de la dogmática jurídico-penal*, 2003, p. 51. Desde esta perspectiva puede afirmarse que el autor de un delito hace una “oferta de mundo”, la oferta de un mundo en que la norma transgredida no exista. Vid, en el mismo sentido Pawlik, *Das unerlaubte Verhalten beim Betrug*, 1999, pp. 57 y ss. Crítica a este planteamiento en Küpper, «Jahrbuch für Recht und Ethik» 11 (2003), p. 58, y Puppe, en *FS für Grünwald*, 1999, pp. 473 y ss. «La prestación que realiza el Derecho penal consiste en contradecir a su vez la contradicción de las normas determinantes de la identidad de la sociedad. El Derecho penal confirma, por tanto, la identidad de la sociedad» dirá Jakobs, *Sociedad, Norma y Persona en una teoría de un Derecho penal funcional*, Madrid 1996, p. 18. Sobre la raigambre de este pensamiento en Hegel vid. Jakobs, *La pena estatal: significado y finalidad*, Madrid, 2006, pp. 129 y ss. Sobre la evolución del pensamiento de Hegel en este punto, vid. Schild, *Verbrechen und Strafe in der Rechtsphilosophie Hegels und seiner “Schule”*, ZRph 2002, pp. 30 y ss. Vid. también Jakobs, *Der Zweck der Vergeltung*, en Kostalis (ed.), *FS für Androulakis* 2003, p. 721. En el ámbito estrictamente penal económico vid. García Caveró, *Derecho penal económico*, PG (2ª ed), Lima 2007, pp. 23 y ss.

siones de inversión, a pesar de que este sujeto (el *inside trader* o *initié*⁹) haya sostenido con su hecho lo contrario¹⁰.

3. LA PENA COMO MECANISMO DISUASIVO

Desde esta perspectiva, es necesario reconocer en la pena una intención disuasiva a través de la confirmación de que las normas que rigen a los actores del mercado de valores permanecen vigentes. Esto permite mantener niveles relativos de certidumbre respecto de las condiciones de inversión y así estos actores pueden desenvolverse normalmente.

Este hecho –perfectamente válido para cualquier delito– fuerza a una consideración relevante respecto de las posibilidades y el momento de actuar de la pena como mecanismo disuasivo. Es claro –y sobre esto deberemos volver con algo más de detalle– que los sectores en que aspira a operar el Derecho penal económico presentan cuando menos dos características indiscutibles: (1) se trata de sectores amplia y acuciosamente regulados en su funcionamiento¹¹ y (2) se trata de sectores con organismos de la administración que suelen contar con fuertes posibilidades fiscalizadoras y sancionatorias.

Luego, la primera pregunta que razonablemente se desliza a lo largo de todos los comentarios doctrinarios de este sector del Derecho penal puede resumirse en: ¿qué diantre hace el Derecho penal aquí si ya contamos con organismos capaces de sancionar (y bastante gravosamente) las conductas atentatorias contra el funcionamiento del mercado y que tienen además una acuciosa regulación?¹²

La pregunta es altamente correcta y la respuesta es bastante simple: si la regulación, la institucionalidad administrativa y las potestades sancionatorias con que cuenta son suficientes para que se produzcan los efectos disuasivos necesarios y el mercado de valores pueda funcionar normalmente, el Derecho penal no tiene ningún rol que cumplir ahí. Si, por el contrario, a pesar de esa institucionalidad y potestad sancionatoria no se están alcanzando esos fines de estabilización y en el mercado todavía se encuentran aprovechamientos de la asimetría de información

⁹ Sobre estas nociones vid, por todos, Jericó Ojer, *Utilización de Información privilegiada en el ámbito del mercado de valores*, en Corcoy Bidasolo (Dir.), *Derecho penal de la empresa*, Universidad Pública de Navarra, Pamplona 2002, p. 179.

¹⁰ Sobre esto nos hemos detenido largamente en *La función del Derecho Penal. Breves consideraciones acerca de un problema clásico*, en AA.VV., *Libro Homenaje a los penalistas chilenos*, Universidad Finis Terrae, en prensa.

¹¹ Sobre esto Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el Mercado de Valores: análisis crítico de la regulación contenida 18.045*, pp. 7 y ss.

¹² Sobre las dificultades de delimitación con el Derecho administrativo sancionador vid. Achenbach, *Sanciones con las que se pueden castigar a las empresas y a las personas que actúan en su nombre en el Derecho alemán* (trad. Joshi Jubert), en Silva Sánchez (dir.), *Fundamentos de un sistema europeo de Derecho penal*, Bosch, Barcelona 1995, pp. 608 y ss.; García Cervero, *Derecho Penal Económico. Parte General*, pp. 64 y ss.

para la toma de decisiones de inversión, la relevancia del Derecho penal en la obtención de esos fines es insoslayable¹³. Ésta, que es una pregunta de corte político-criminal, probablemente es el meollo mismo tanto del establecimiento del delito de uso de información privilegiada como del modo de interpretar y aplicar el tipo delictivo correspondiente.

4. LA ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN COMO UN HECHO

Sin embargo, antes de enfrentar el problema probablemente sea necesario detenernos en la revisión de algunas de las premisas necesarias para su comprensión. Muy especialmente si se acepta que se trata de un tipo penal que tiene la aspiración de proteger el funcionamiento del mercado sobre la base del mantenimiento de una relativa –y ficticia¹⁴– simetría de la información utilizada para las decisiones de inversión.

En primer lugar, es necesario tener presente que la asimetría de información es simplemente un hecho y, habitualmente, es un hecho lícito. Forma parte de la misma experiencia vital el descubrir que hay personas con las que se interactúa que por las más diversas razones poseen, respecto de determinados asuntos, un mayor caudal de información que el resto. Las razones para tal asimetría pueden ser de la más variada naturaleza, desde el emprendimiento de un estudio pormenorizado de determinadas materias, la experiencia que alguien tiene en determinado ámbito de actuación o incluso el mero hecho de una cercanía con el objeto de la información. En palabras muy simples, una persona puede saber más que el resto sobre una determinada materia porque lo ha estudiado; sobre el funcionamiento de los tribunales porque lleva muchos años ejerciendo su profesión en ellos; o sobre la organización de su casa simplemente porque es quien más cerca se encuentra de esa organización. Todas estas asimetrías de información, como hecho, son absolutamente lícitas y el Derecho no puede desentenderse de ello.

Lo mismo ocurre cuando un determinado administrador, sea un gerente, un director o incluso un accionista, tiene más información que el resto de los actores del sistema de valores, respecto de la situación, funcionamiento, planes de inversión o proyectos de expansión de esa compañía. Nadie razonablemente podría aspirar a que ello fuera diferente

¹³ Manifestando sus dudas acerca de cuáles son las razones para la criminalización en Chile, Reid Undurraga, *Fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: una visión crítica*, en *RChD* vol. 31, N° 3 (2004), p. 243.

¹⁴ Esta simetría de la información es una expectativa normativa institucionalizada. Ello genera un consenso ficticio en que los actores del sistema cuentan con ella a pesar de que episódicamente puedan no tener lugar. Se trata, por tanto, de un potente mecanismo de reducción de complejidad. Sobre esto vid. Luhmann, *Soziale Systeme. Grundriss einer allgemeinen Theorie*, Frankfurt 1984, p. 397; el mismo, *Das Recht Der Gesellschaft*, Frankfurt 1995, pp. 133-134. Un resumen de estos planteamientos puede encontrarse en Piña Rochefort, *Rol social y sistema de imputación*, Barcelona 2005, pp. 183 y ss.

pues precisamente esos actores están ahí para tener esa mayor información, procesarla y tomar las mejores decisiones respecto de la compañía y sus accionistas.

El problema, por tanto, nunca puede radicar en el hecho de la asimetría de la información, sino que, por el contrario, en la utilización de ella fuera de las reglas que rigen el mercado de valores. Esto, que parece a todas luces una perogrullada, es probablemente el eje mismo del problema: lo relevante no es tener la información, sino es tener muy claro qué posición tiene esa persona respecto de la información. En términos del Derecho penal, la respuesta es bastante sencilla y se recurre a un concepto a estas alturas bastante definido: el administrador/accionista/Director tiene una *posición de garante*¹⁵ respecto de esa información. Y de un modo pragmático –sin entrar en la larga discusión acerca de las fuentes¹⁶– su origen está directamente establecido en la ley (18.045 de Mercado de Valores).

Desde esta perspectiva podemos hacer una afirmación tajante: *en principio es irrelevante la asimetría de información salvo cuando la ley ha puesto deberes especiales sobre aquellos que cuentan con más información que otros*¹⁷. En general, por tanto, no existen deberes generales de custodia de información, de modo que las personas pueden hacer con ella lo que mejor les parezca y sacarle el mejor partido posible. La regla cambia cuando existen razones para intervenir esa libre disponibilidad de la información. Esto no solo es excepcional, sino que debe haber muy potentes razones para legitimar esta intervención.

5. LA CONFIANZA EN LA SIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN COMO EJE DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA: UNA FICCIÓN NECESARIA

Si hemos dicho que la regla general en nuestra sociedad es la libre disposición de la información, la limitación de esa libre disponibilidad debe contar con muy buenas razones para estimarse legítima. Esas razones son básicamente dos: (1) no debe instrumentalizarse la asimetría de la información para producirle daño a otros (extensión del principio *neminem laedere*¹⁸) y (2) no debe utilizarse esa información cuando se

¹⁵ En sentido similar Prieto del Pino, *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Aranzadi, Pamplona 2004, pp. 299. Sobre las posiciones de garante en general vid, por todos, Perdomo Torres, *La problemática de la posición de garante en los delitos de comisión por omisión*, Bogotá 2001.

¹⁶ Sobre esto ya nos hemos detenido el *Rol social y sistema de imputación*, pp. 404 y ss.

¹⁷ Nos hemos detenido largamente sobre esto en *Fraude de Seguros. Cuestiones Penales y de técnica legislativa*, Santiago 2006, pp. 58 y ss. Vid. además Pastor Muñoz, *La determinación del engaño típico en el delito de estafa*, en Montealegre Lynett (Coord.), *El funcionalismo en Derecho Penal*. Libro Homenaje al Prof. Günther Jakobs, Bogotá 2003, pp. 224 y ss.

¹⁸ En palabras del propio Feuerbach, *Anti-Hobbes*, p. 13: «El uso de la libertad de un ser racional no debe contradecir el uso de la libertad de todos los demás seres racionales» (cit. por Sánchez-Vera Gómez-Trelles, *Pflichtdelikt und Beteiligung*, p. 68). Vid. Jakobs, *Injerencia*

ocupa institucionalmente una posición que fuerza a resguardarla¹⁹. Puesto en dos ejemplos muy simples: siempre hay asimetría de información en una estafa en que el defraudador tiene más información que la víctima (entre otras cosas sabe que lo que está diciéndole es falso). Por otro lado hay también asimetría de la información entre el asegurado y la compañía de seguros respecto de las características, lugar y tiempo de ocurrencia de un siniestro y por ella la propia ley pone sobre sus hombros un deber de veracidad frente a la compañía a la hora de hacer su denuncia²⁰. Estas dos razones de la limitación son las mismas que fundamentan cualquier incriminación penal en *el deber general negativo de no dañar a otros* y *el deber especial positivo de resguardar ciertos bienes en razón de la posición que se ocupa*.

En el caso de la información privilegiada nos encontramos en la segunda hipótesis, es decir, en la prohibición de utilización de la información porque la posición institucional que se ocupa lo fuerza a mantenerla dentro de su ámbito de conocimiento pero no del de su aprovechamiento.

Sin embargo, hasta este punto no hemos avanzado un centímetro en la fundamentación de cuál es esa razón que fuerza a quienes institucionalmente ocupan estas posiciones a no utilizar esa información. Y es precisamente aquí donde la confianza en la simetría como condición de funcionamiento se transforma en un verdadero bien jurídico exigente de protección.

Esta noción tiene diversos orígenes y no solo situados en la dogmática penal de corte germánico-continental. En Norteamérica, ya Herman hace casi treinta y cinco años dejó sentado que el hecho de que uno de los inversores dispusiera de un mejor y más rápido acceso a la información vulneraría la confianza del resto y retraería la demanda de ese mercado determinado²¹. Sin duda esto sirve como aproximación al problema pero no da en el foco mismo de la prohibición legal, puesto que lo relevante no es contar con un mejor y más rápido acceso a la información –cosa que podría hacerse del modo más lícito imaginable– sino que esa ventaja exista por la posición institucional que se ocupa²².

y dominio del hecho, pp. 14 y ss.; el mismo, *La competencia por organización en el delito de omisión*, p. 347; el mismo, *Derecho penal*, PG, 29/29 y ss.; Sánchez-Vera Gómez-Trelles, *loc. cit.*, pp. 67 y ss.; el mismo, *Intervención omisiva, posición de garante y prohibición de sobrevaloración del aporte*, p. 206.

¹⁹ Vid. Jakobs, *Derecho Penal*, PG, 1/4; Sánchez-Vera Gómez-Trelles, *Intervención omisiva, posición de garante y prohibición de sobrevaloración del aporte*, p. 195.

²⁰ Art. 556 del C.Com.

²¹ Herman, *Equity funding, inside information and the regulators*, en *UCLA Law Review* 1974, N° 21, pp. 1-28. Vid. sobre todo esto Stipp Amador, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, pp. 374 y ss.

²² Es evidente que en el mercado existe una serie de actores que por sus cualidades, experiencia, recursos, etc., pueden contar con mecanismos más ágiles y exactos para obtener información (una corredora o un banco de inversiones tiene toda la estructura, experiencia y capacidad de análisis para obtener y decodificar adecuadamente la información), y la utilización de estos mecanismos, más ventajosos que los que tiene un ciudadano común y

Luego, ni se trata de tener más información que otros, ni que ello le permita tomar mejores decisiones de inversión, lo relevante es que esa información se tiene por una posición institucional que los otros actores no comparten. Tampoco lo relevante es tener esa información –cosa del todo lícita–, sino su utilización en desmedro de los demás que no acceden a las mismas oportunidades de inversión. En definitiva, se trata de proteger la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado por el abuso de una posición institucional más ventajosa.

Sin embargo, aquí alcanzamos un punto crucial en la legitimación de la incriminación penal que puede resumirse en dos aspectos: (1) La confianza de los inversores no es relevante en sentido psicológico; (2) La confianza de los inversores no es relevante por su valor intrínseco, sino por su funcionalidad a la operación del sistema.

Sobre estos dos puntos solo unas breves reflexiones. La confianza habitualmente se entiende en sentido psíquico, es decir, como una disposición mental del actor que debe tomar la decisión. En otros términos, se pregunta si el sujeto en su fuero interno confía o no. Naturalmente eso no es relevante al Derecho, pues en la gran viña del Señor se puede encontrar a sujetos crédulamente confiados (cuyas decisiones de inversión en virtud de ello se transforman en temerarias) y otros patológicamente desconfiados (cuya constitución casi les impide la toma de cualquier decisión). Lo anterior solo sirve para ejemplificar que lo relevante no es la confianza psicológica de los inversores sino una confianza normativamente determinada²³. Es decir, solo se estiman vulneradores de esa confianza algunos hechos, en la medida que esa vulneración se produzca por aprovechamiento de una posición institucional y no otros.

Sin embargo, más importante que ello es hacer presente que la confianza no es el objeto de la protección por su valor intrínseco. En otros términos, no es ella el objeto mismo de la protección, sino que es el medio de protección del funcionamiento del sistema de valores. La confianza solo protege en la medida que la propia operación del sistema se ha configurado sobre la base de ella²⁴. En un sistema de valores estructurado de un modo diverso –por ejemplo estructurado sobre la base de posiciones privilegiadas que se adquieren por carrera– la confianza de los inversores

corriente que quiere invertir, no pueden entenderse prohibidos por el ordenamiento en caso alguno. De lo que se trata es que esos mecanismos más ventajosos están incardinados o se explican por una posición institucional que se tiene respecto de la fuente de información. Esto es lo político-criminalmente relevante.

²³ Sobre esto, Luhmann, *Vertrauen, ein Mechanismus der Reduktion der Komplexität* (2ª ed.), Stuttgart 1973, *passim*; Jakobs, *El delito imprudente*, p. 176 y ss.; el mismo, *La imputación objetiva, especialmente en el ámbito de las instituciones jurídico-penales del “riesgo permitido”, la “prohibición de regreso” y el “principio de confianza”* (trad. Peñaranda Ramos), en Estudios de Derecho Penal, Madrid 1997, p. 251; una síntesis de esto puede encontrarse en nuestro trabajo *Rol social y sistema de imputación*, pp. 376 y ss.

²⁴ Sobre esto vid. por todos, García Caveró, *Derecho penal económico*, PG (2ª ed.), T. I., pp. 169 y ss.

no sería el medio de protección del sistema, sino que probablemente lo sería el pleno respeto de las reglas para acceder a las posiciones de privilegio. Desde esta perspectiva, lo verdaderamente relevante es que en la actual configuración del sistema de valores su funcionamiento correcto pende de que los actores puedan confiar en una relativa igualdad de oportunidades y una relativa igualdad de información. Solo en ese punto la confianza se transforma en algo relevante y puede ser protegida a través de una pena.

A partir de estas consideraciones y sin poder profundizarlas en este lugar, ya se pueden extraer algunas conclusiones provisionales: (1) la incriminación del uso de información privilegiada y su conminación con sanciones penales es en principio legítima²⁵; (2) el objeto de protección es la confianza de los actores del sistema en la existencia de una simetría mínima de la información con la que cuentan para tomar sus decisiones de inversión²⁶; (3) las necesidades de pena están directamente relacionadas con las necesidades de otorgar confianza, de tal manera que si ellas se satisfacen mediante la aplicación de sanciones administrativas, la presencia del Derecho penal debe estimarse superflua.

Veamos ahora la forma que ha adoptado esta incriminación en nuestro sistema y los problemas seleccionados para aproximarse a ella.

II. PRIMER PROBLEMA: LA DEFICIENTE TAXATIVIDAD DE LA INCRIMINACIÓN

Sin la posibilidad de adentrarnos profusamente en los pormenores típicos del artículo 60 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, éste sanciona con presidio menor en cualquiera de sus grados dos formas de conducta diversas. La primera puede entenderse propiamente como uso de información privilegiada (contenida en las letras e y g del artículo) y la segunda se trata de las infracciones del deber de reserva (letra h).

El primero de los supuestos es el de que las personas a que se refiere el artículo 166 (aquellas respecto de las que se presume el acceso a información privilegiada²⁷) usen deliberadamente esa información, directa

²⁵ Rodríguez Mourullo, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal*, Poder Judicial, 1989, pp. 237-250; González Cussac, *El abuso de información privilegiada*, en Cuadernos de Política Criminal 37 (1989), pp. 119-153; Gómez Iniesta, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid 1997; Ruiz Rodríguez, *Protección penal del mercado de valores. Infidelidades en la gestión de patrimonios*, Tirant lo Blanch, Valencia 1997; Stipp Amador, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, p. 353.

²⁶ Como en nota 7.

²⁷ Artículo 166. Se presume que tienen acceso a información privilegiada las siguientes personas: a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso; b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador, de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institucional en su caso; c) Las

o indirectamente, al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado y de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros.

El segundo supuesto se refiere al que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública.

La diferencia entre estos dos supuestos es evidente, puesto que el primero implica una determinada cualidad especial del sujeto activo (ser alguno de los enumerados en el artículo 166), mientras que el segundo es una prohibición general que alcanza a cualquiera que cuente con información privilegiada.

Naturalmente estas opciones son extremadamente problemáticas pues no realizan algunas distinciones que pueden ser esenciales.

El supuesto de los sujetos que cuentan por su posición (sea institucional dentro de la empresa o por relaciones de otro tipo como el parentesco) con información privilegiada parece evidente. Estos sujetos están en una posición de garante respecto de esa información que les impide usarla para sí e incluso entregarla a terceros para que la usen. Desde esta perspectiva, no presenta problemas este primer supuesto.

No puede afirmarse lo mismo del segundo, toda vez que aquí no hay una responsabilidad institucional sino que se alcanza a todo aquel que (“el que”) cuente con información privilegiada²⁸. Esta falta de distinción puede llevar a interpretar que todo aquel que cuente con esta información, incluso el que se ha enterado de ella casualmente en un ascensor por la imprudencia de un director de la empresa, debe abstenerse de usarla conminado penalmente.

personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control, y d) Los directores, gerente, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores. (...). También se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas: a) Los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría; b) Los socios, administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores del emisor o a este último; c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional; d) Las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor; e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley, y f) Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero.

²⁸ Esta incorporación tuvo lugar tras la promulgación de la Ley 19.705, de 20 de diciembre de 2000, que amplió considerablemente el círculo de sujetos activos del delito. Sobre esto vid, Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, p. 20.

Naturalmente esto es poco sostenible, muy en especial si se considera que estos son delitos dolosos y que en este caso el director imprudente (que tiene posición de garante respecto de la información) resultaría impune y el tercero transeúnte que escuchó la recomendación y que conforme a ella compró acciones debería recibir una sanción penal. Una adecuada interpretación del tipo penal debería distinguir a aquellos que se hacen de la información por el trabajo o función que desempeñan y aquellos que se imponen de ello casualmente. ¿Cómo tratamos al ascensorista del banco de inversiones que escucha la imprudente conversación de dos ejecutivos?

Este punto se torna especialmente crítico toda vez que aloja la diferencia entre lo que habitualmente se denomina iniciados primarios e iniciados secundarios (o *insider traders* y *tippees*)²⁹. Los primeros son los que acceden a la información por estar vinculados institucionalmente a la empresa o al ente emisor de valores. Los segundos son los que con conocimiento de su carácter conocen información privilegiada a través de un iniciado primario. Evidentemente el injusto es mayor en el caso de los primarios y solo en aquellos casos en que expresamente la ley ha querido extender la punición a los secundarios (como en el caso de los parientes recogido en el artículo 166 de la Ley 18.045).

Esto naturalmente no lo soluciona el tipo penal y no existen pronunciamientos jurisprudenciales que nos permitan anticipar las líneas de decisión. Sin embargo, en la medida que el eje esté dado por la ubicación institucional del actor, los casos de terceros extraños deberían fundarse en criterios de imputación particularmente estrictos³⁰.

Completamente diferente es el supuesto de infracción del deber de reserva consignado en la letra h) del artículo 60. Esta forma de incriminación es altamente deficiente por una razón muy sencilla, porque impone un deber de reserva de la información privilegiada a todo sujeto que la tenga, sin hacer distinciones respecto de cómo se impusieron de ella o de la posición específica que ocupan. Es cierto que el legislador ha intentado corregir esta ampliación al exigir que se haga con el objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, pero ello no es más que un “palo de ciego” que no apunta al centro del problema.

El sistema resulta defectuoso porque la existencia de un deber de reserva pende precisamente de una posición que ocupa el sujeto respecto de la información y no emana por el hecho de tenerla. Naturalmente el encargado del aseo de la sala de reuniones del Banco de Inversiones –empleado de una empresa externa de aseo– que encuentra una nota que la reunión que acaba de tener lugar le envió un director a otro con

²⁹ Sobre esto vid, Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Ap. IV.

³⁰ En el mismo sentido Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, p. 20.

información privilegiada no comete delito alguno ni cuando compra acciones con esa información ni tampoco cuando la revela a terceros. El tipo penal, sin embargo, no hace estas distinciones y una interpretación literal que desconsiderara el problema de los deberes involucrados podría tratar por igual al director de la empresa que infringe un deber de reserva que a un simple individuo que escucha en el metro una conversación entre dos ejecutivos y que luego se lo cuenta a su mujer que posteriormente compra acciones.

En síntesis, un adecuado trabajo interpretativo del tipo penal exige poner especial cuidado en la posición institucional que ocupa quien usa o revela información privilegiada. La infracción de deberes de lealtad o de custodia de información son los que justifican la punibilidad, de modo que solo en cuanto ostenten una posición de garante respecto de esa información podrá hacerseles responsables de esa revelación.

Desde esta perspectiva, si bien la utilización de información privilegiada puede sancionarse respecto de terceros extraños a la fuente de la información, los deberes de reserva solo pueden ser infringidos –y por ende sancionados– por aquellos que ocupan una posición institucionalmente ligada a dicha fuente. De hecho, debería servir como criterio paliativo –si bien incapaz de subsanar la incoherencia sancionatoria– que los iniciados secundarios sólo pudiesen ser objeto de sanciones administrativas y nunca penales.

III. SEGUNDO PROBLEMA: *NON BIS IN IDEM*

1. GENERALIDADES

Es evidente que uno de los grandes problemas que enfrenta el Derecho penal económico en general es el de referirse a ámbitos de acción exhaustivamente regulados por la vía administrativa. Adicionalmente los organismos llamados a cautelar estos sectores suelen contar con una variada cantidad de facultades de fiscalización y un muy potente arsenal de sanciones para el caso de contravención³¹. De este modo, no es necesario siquiera detenerse en las facultades y capacidad de sanción que tienen la Superintendencia de Valores y Seguros, la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de AFP; es necesario asumirlas como un hecho indiscutible.

Como un segundo hecho de la causa, tengamos presente el artículo 55 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, en sus incisos 1 y 2:

³¹ Sobre esto vid. Rosas Oliva, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, p. 7.

“La persona que infrinja las disposiciones contenidas en la presente ley, sus normas complementarias o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando daño a otro, está obligada a la indemnización de los perjuicios. Lo anterior no obsta a las sanciones administrativas o penales que asimismo pudieren corresponderle.

Por las personas jurídicas responderán además, civil, administrativa y penalmente, sus administradores o representantes legales a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción”.

Basta la sola lectura de la norma para dejar sentado el principio que le subyace. Una misma infracción puede dar lugar a la obligación de indemnizar los perjuicios, a una sanción administrativa y a una sanción penal.

Respecto de la perfecta compatibilidad entre las sanciones administrativas o penales y la indemnización de perjuicios ya nos hemos detenido en otro lugar³². Los fundamentos de ambas formas de responsabilidad son distintos y no hay óbice alguno para que coexista una sanción y una indemnización.

Sin embargo, el problema dista de ser tan simple respecto de las sanciones administrativas y penales. Naturalmente no es este el lugar en que se pueda abordar un problema de esta envergadura, pero no puede evitarse sin más, pues sin duda constituye el núcleo más problemático de esta regulación sectorial. El problema puede describirse con una pregunta: ¿es posible sancionar penalmente una conducta que ya ha sido sancionada administrativamente?

2. EL SISTEMA DE SANCIONES ADMINISTRATIVAS

Tradicionalmente la doctrina distingue dos formas de sanciones administrativas³³. Por una parte, las sanciones disciplinares son aquellas que impone la administración a los funcionarios que forman parte de ella y que se fundan en las necesidades de adecuado funcionamiento y en las relaciones jerárquicas propias de la administración del Estado³⁴. Por la otra, se puede identificar un segundo tipo de sanciones administrativas habitualmente denominadas gubernativas, que son aquellas que puede

³² Vid. Piña Rochefort, *La imputación de responsabilidad penal en los órganos de la empresa y sus efectos en sede civil*, en Baraona González/Zelaya Etchegaray (eds.), *La responsabilidad por accidentes del trabajo*, Cuadernos de Extensión Jurídica 10 (2005), Universidad de los Andes, pp. 46 y ss.

³³ Así lo recoge el propio artículo 20 del Código Penal cuando reza: “Art. 20. No se reputan penas, la restricción o privación de libertad de los detenidos o sometidos a prisión preventiva u otras medidas cautelares personales, la separación de los empleos públicos acordada por las autoridades en uso de sus atribuciones o por el tribunal durante el proceso o para instruirlo, ni las multas y demás correcciones que los superiores impongan a sus subordinados y administrados en uso de su jurisdicción disciplinal o atribuciones gubernativas”.

³⁴ Vid. sobre esto García de Enterría/Fernández, *Curso de Derecho Administrativo*, T. II, p. 169.

imponer la administración a cualquier ciudadano o a un grupo que se desempeña en un sector determinado por las infracciones de un cierto ámbito de regulación³⁵.

Para mantenernos en el ámbito de nuestro interés prescindiremos de consideraciones acerca de las sanciones disciplinarias, pues las atribuciones sancionatorias de la Superintendencia de Valores y Seguros coinciden en todo con las sanciones gubernativas. Ello nos lleva a preguntarnos si es posible una duplicidad de sanciones penales y administrativas gubernativas por un mismo hecho.

3. LA OPCIÓN FUNDAMENTAL: ¿LA NATURALEZA DE LAS SANCIONES?

El eje del problema está dado por una ancestral discusión acerca de la naturaleza de las sanciones administrativas gubernativas y la definición acerca de si sus diferencias con las sanciones penales es meramente cuantitativa (un problema de cantidad de injusto y cantidad de sanción) o es cualitativa (una diferencia de naturaleza entre injustos y sanciones)³⁶.

Las consecuencias de estas opciones son radicales. Quienes estiman que existe una diferente naturaleza entre ellas no vislumbrarán problema alguno en una doble imposición de sanciones. En términos sencillos, ocurriría lo mismo que entre una sanción penal y una indemnización de perjuicios. Como sus naturalezas son diferentes no hay problema que emanen conjuntamente de un mismo hecho.

Por el contrario, para quienes estimen que su naturaleza es la misma, la coexistencia de una sanción administrativa y una penal constituirá una doble sanción para el mismo hecho, lo que para el derecho penal no es indiferente, sino que está expresamente prohibido por las exigencias del principio *non bis in idem*, es decir, la prohibición de un doble castigo por un mismo hecho.

4. EL PROBLEMA DE LA FUNCIÓN

Antes de una toma de postura respecto de la naturaleza de estas sanciones, pongamos una piedra en el zapato de la forma tradicional de enfrentar el problema. Tal como hemos indicado, la aproximación clásica intenta dilucidar si entre ambos tipos de sanciones hay una diferente o una similar naturaleza. Sin duda esta nomenclatura está anclada en un

³⁵ Sobre esto vid. Cury, *Derecho Penal*, PG, Ediciones de la Universidad Católica de Chile, Santiago 2004, pp. 103 y ss.

³⁶ Sobre esta discusión se extiende Alcalde Rodríguez, *Uso de información privilegiada: Algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con sus sujeto, objeto y sanción*, pp. 23 y ss. Sobre la discusión en sentido amplio vid. por todos, Jakobs, *Derecho penal*, PG, pp. 62 y ss. y Cury Urzúa, *Algunas reflexiones sobre la relación entre las penas penales y las administrativas*, en el Boletín de Investigaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Católica de Chile, N° 44-45 (1979-1980).

concepto clásico (el de “naturaleza jurídica”) que pretende indagar metajurídicamente qué hay detrás de cada institución. Ello muchas veces es aprovechable pues esas diferencias de naturaleza son relativamente fáciles de identificar y con ellas se iluminan las consecuencias de una u otra opción³⁷.

Sin embargo, el asunto se hace bastante más complejo cuando ambas reacciones tienen naturaleza sancionatoria como las penas penales y las administrativas. Aquí la diferencia de naturaleza ya no se hace tan visible y contorsiones teóricas que hay que utilizar son bastante más circenses.

Sin la posibilidad de extenderme aquí acerca del acervo conceptual –nada original por cierto– que hay detrás tal vez podamos hacer una propuesta de aproximación distinta. En lugar de recurrir a una discusión tan interminable acerca de la naturaleza jurídica de las instituciones, recortemos nuestras aspiraciones a una pregunta bastante más sencilla: qué *función* cumplen ambas en nuestro ordenamiento jurídico³⁸.

Puesto en el ejemplo que ya hemos usado. ¿Por qué pueden coexistir las indemnizaciones civiles de perjuicios y las penas penales?, ¿porque ambas cumplen una diferente función? Si cumplen diferentes funciones quiere decir que se satisfacen diferentes necesidades. Luego, la función de la indemnización de perjuicios en un sistema como el nuestro (en que no se han establecido los *daños punitivos*) es dejar indemne un patrimonio que ha sufrido un daño, es decir, resarcir, devolver, volver a poner algo que ya no estaba por obra de otro. La función que cumple el Derecho penal, en cambio, es otra: devolver a la comunidad la confianza en la vigencia de las normas nucleares sobre las que descansa la convivencia social³⁹. Por lo mismo, pueden coexistir las indemnizaciones y las penas penales, porque ambas cumplen funciones distintas. Cuando alguien es víctima de una estafa pasan muchas más cosas que una mera disminución en su patrimonio (si fuera la única que acontece con la obligación de indemnizar los perjuicios ocasionados sería suficiente). Sin embargo,

³⁷ En términos muy sencillos, aquí mismo ya hemos recurrido a esa figura sosteniendo que las sanciones penales/administrativas tienen una diferente naturaleza que una indemnización civil de perjuicios y por ello ambas podrían coexistir. Nadie debe haber cuestionado nada a esa afirmación.

³⁸ Sobre esto nos hemos detenido largamente en *Rol social y sistema de imputación*, pp. 54 y ss. Vid, respecto de los rasgos característicos del funcionalismo, Navas, *La teoría sociológica de Niklas Luhmann*, pp. 49-91; cfr, además, la recopilación de artículos de sus fundadores de Colomy (ed.), *Functionalist sociology*, Elgar Publishing, Vermont 1990; así como las caracterizaciones de Díez Nicolás, *Sociología, entre el funcionalismo y la dialéctica*, Guadiana de Publicaciones S.A, Madrid 1969, pp. 171-190; vid, además, Hempel, *The logic of functional analysis* en «Aspects of scientific explanation and other essays in the philosophy of science» Free Press, Nueva York 1965, pp. 297-330; Maravall, *Sociología y explicación funcional*, en Jiménez Blanco/Moya Valgañón (Dirs.) «Teoría Sociológica contemporánea», Madrid 1978, pp. 148-157; Ritzer, *Teoría sociológica contemporánea* (trad. Casado Rodríguez) McGraw-Hill, Madrid 1996, pp. 101-139.

³⁹ O proteger bienes jurídicos particularmente valiosos, según sea la teoría que se prefiera.

es necesario imponer una pena porque hay que devolver al resto de los partícipes del tráfico comercial la confianza en que pueden circular en él sin grandes temores de ser estafados.

Dicho lo anterior –y rebajando mucho las aspiraciones grandilocuentes de la distinción de naturaleza– la existencia de una distinta función implica de suyo la satisfacción de una distinta necesidad⁴⁰ y con eso ya es suficiente para que dos reacciones jurídicas puedan coexistir. En el caso de las sanciones administrativas gubernativas y las penas penales la pregunta puede repetirse sin problema y su respuesta nos permitirá afirmar o prohibir la coexistencia de ambas.

Pero volvamos a recortar nuestras aspiraciones, no intentemos solucionar un problema tan grandilocuente y sobre el que la dogmática penal y la doctrina administrativa han derramado ríos de tinta. Que nuestro objetivo sea simplemente replicar el ejercicio en el caso del uso de información privilegiada: ¿cumplen una función diferente el tipo penal del artículo 160 de la Ley 18.045 y las sanciones administrativas de la Superintendencia de Valores y Seguros? Aquí sí encontramos opciones de nuestra jurisprudencia.

En el caso de la SVS contra el Pacto controlador del Banco de Chile⁴¹, la Corte Suprema, conociendo de la imposición de una sanción de la Superintendencia, dejó establecido que *“para determinar la licitud o ilicitud de la operación descrita precedentemente, resulta necesario examinar aspectos relacionados con la información recibida por los demandantes, si ésta tenía o no el carácter de privilegiada y el uso de la misma por los actores; como asimismo es necesario realizar un somero análisis al valor de la información, de cualquier tipo, en el campo accionario, y para dicho propósito debe señalarse si ella es básica para el correcto funcionamiento del mercado de valores, pues la información tiene directa incidencia en el precio de los instrumentos accionarios, puesto que si no existe información suficiente en el mercado o la que existe no se divulga, o sólo algunos de los inversores la conocen, sus decisiones de compra o de venta de acciones se adoptan con ventaja respecto del resto de ellos”* (considerando 18°).

Posteriormente indicó que, *“despejada así la importancia de la información en el mercado de valores, corresponde analizar ahora la información calificada propiamente tal, debiendo destacarse en primer lugar, que lo que realmente importa para clasificar como privilegiada una información en este ámbito es su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado, como asimismo su falta de difusión y publici-*

⁴⁰ Vid. Luhmann, voz *Funktion* (IV), en Ritter *et al.* (eds.), *Historisches Wörterbuch der Philosophie*, T. II, Schwabe & Co, Basel/Stuttgart 1972; el mismo, *Funktion und Kausalität / Funktionale Methode und Systemtheorie*, en *Soziologische Aufklärung 1. Ausätze zur Theorie sozialer Systeme* (4ª ed.) Opladen, 1974, pp. 9-53.

⁴¹ Rol 4.930-2004, pronunciado por la Tercera Sala, integrada por los Ministros señores Ricardo Gálvez; Domingo Yurac; Milton Juica y señorita María Antonia Morales; y el Abogado Integrante señor José Fernández. (Redacción a cargo del Ministro señor Yurac).

dad” (considerando 19°). Por último hizo presente que *“tampoco tienen la razón los actores cuando sostienen que no habrían causado perjuicio alguno a terceros, puesto que su comportamiento implicó forzar, el curso de los acontecimientos hacia su propia conveniencia, impidiendo que otros inversores pudieran participar, en igualdad de condiciones, de los beneficios de la operación ya descrita, resultando entonces agraviados estos últimos”* (considerando 25°).

De este modo, conociendo de la multa impuesta por el órgano administrativo hizo idénticas referencias a lo que se sostiene respecto de las sanciones penales para el caso de uso de información privilegiada. En términos simples, afirmó que la función de la sanción administrativa era el mantenimiento de esa igualdad de condiciones para los inversores tal como se afirma de las sanciones penales correspondientes⁴². Pero eso no es todo.

Otro tanto hizo notar en el llamado Caso Chispas⁴³, en que formuló una declaración más genérica pues no se trataba específicamente de información privilegiada. Estableció ahí que *“el mercado de valores está regido en efecto por un amplio conjunto de normas jurídicas de diversa índole, desprendiéndose de ese conjunto la voluntad legislativa que en su funcionamiento se cumplan determinados principios, tanto generales como específicos. Entre los principios generales se encuentran: a) la fe pública, esto es, la generalizada convicción de tratarse de un mercado regular y confiable, determinante para que los distintos agentes participen en él y crean en sus mecanismos; b) la igualdad entre los inversores, lo que significa que ninguno debe tomar decisiones sobre la base de información privilegiada, obtenida a través de determinadas fuentes o vinculaciones personalísimas a las que el público no tiene acceso o lo tiene sólo en forma restringida; c) la información, esto es, la obligación impuesta a los agentes que hacen oferta pública de valores en cuanto a entregar una pormenorizada relación de todos los aspectos relevantes de los mismos; y d) la transparencia, expresada en la existencia de mecanismos que permitan conocer en cada momento los datos básicos de las operaciones realizadas. Todos estos principios se encuentran consagrados e incorporados en diversas disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas, las cuales han creado diferentes mecanismos tendientes a evitar su infracción”* (considerando 19°). Y luego, *“que la existencia o inexistencia de perjuicio económico en una determinada operación es indiferente, desde que lo que la S.V.S. debe resguardar y controlar es precisamente la*

⁴² En el mismo sentido, Jericó Ojer, *Utilización de información privilegiada en el ámbito del mercado de valores*, p. 189.

⁴³ Causa Rol N° 4.261-2004, pronunciado por la Tercera Sala, integrada por los Ministros señores Ricardo Gálvez; Domingo Yurac; señorita María Antonia Morales; señor Jaime Rodríguez Espoz y el Abogado Integrante señor Manuel Daniel (Redacción a cargo de la Ministra señorita Morales y el voto disidente, el Ministro señor Yurac).

eficacia plena de aquellos principios generales informantes del mercado de valores. Tal es el objeto, propósito y fin de dicha superintendencia, y tal por consiguiente y también el objeto, propósito y fin de las multas que está autorizada aplicar, precisamente para velar y resguardar los principios indicados” (considerando 20º).

La afirmación aquí es igual de contundente. El objeto y propósito de las sanciones de la Superintendencia es el resguardo de la eficacia plena de los principios generales que informan el mercado de valores, dentro de los que se encuentra la prohibición de uso de información privilegiada.

Luego, de la propia jurisprudencia de la Corte Suprema aparece claramente que en el caso de las sanciones y en general de la regulación de uso de información privilegiada tanto las sanciones administrativas como las penales cumplen una misma función⁴⁴. Desde esta perspectiva, resultaría evidente que la doble imposición de sanciones implicaría una violación del *ne bis in idem* insoportable⁴⁵.

5. LA SOLUCIÓN POSITIVA DEL ARTÍCULO 58 DE LA LEY 18.045, DE MERCADO DE VALORES

Despejado que de acuerdo con los principios más básicos del Derecho Penal y Administrativo no puede aplicarse conjuntamente una sanción de la SVS y una sanción penal, la pregunta que salta inmediatamente es cuál habría de preferirse en caso de que una misma conducta sea sancionada por el ente administrativo y que una investigación penal se lleve adelante por los mismos hechos.

Naturalmente la solución de las sedes no puede entregarse a aquella que primero aplique la sanción. Esto que resulta a todas luces evidente, pues no hay preferencia de sedes por prevenir en el conocimiento y sanción del hecho, cobra particular relevancia toda vez que las sanciones administrativas suelen imponerse con antelación incluso a las investigaciones penales. De este modo, no es imaginable que la imposición de una sanción administrativa blinde las eventuales responsabilidades por

⁴⁴ Vid, en sentido similar y luego del análisis de la jurisprudencia administrativa y judicial, Prado Puga, *Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites*, en *RChD*, Vol. 30 N° 2 (2003), p. 269.

⁴⁵ De hecho, resulta particularmente visible este punto en legislaciones comparadas en que las sanciones penales se han reservado a aquellas situaciones en que el perjuicio causado por el uso de información privilegiada supera determinados montos, dejando el resto de las infracciones en el ámbito de lo administrativo. (A modo de ejemplo, el ordenamiento español. Vid, por todos, Jericó Ojer, *Utilización de información privilegiada en el ámbito del mercado de valores*, pp. 190 y ss.). Esto demuestra que en todos los casos la función de las sanciones es la misma, pero que a infracciones mayores se reservan penas mayores. Naturalmente esta situación no se encuentra cubierta en nuestro ordenamiento, por lo que no podemos distinguir cuáles deben quedar en sede administrativa y cuáles son objeto de tutela penal. Las exigencias del principio que impide castigar dos veces por un mismo concepto exigen, por tanto, que no se apliquen conjuntamente a un mismo caso sanciones penales y sanciones administrativas.

efectos del principio *non bis in idem*. Consciente de ello, nuestra legislación, resolviendo un problema de orden procesal, ha dejado sentada la peor solución imaginable y más parecida a la lógica de la acumulación material de las penas.

En efecto, el artículo 58 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores, establece expresamente que cuando en el ejercicio de sus funciones los funcionarios de la Superintendencia tomen conocimiento de hechos que pudieran ser constitutivos de los delitos señalados en los artículos 59 y 60 de esta ley, salvo en lo referente a la conducta ministerial de sus subalternos, el plazo de 24 horas a que se refiere el artículo 176 del Código Procesal Penal solo se contará desde que la Superintendencia haya efectuado la investigación correspondiente que le permita confirmar la existencia de tales hechos y de sus circunstancias, todo sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiere aplicar por esas mismas situaciones⁴⁶.

Desde esta perspectiva la permisón legal de una doble sanción es insoslayable.

IV. CONSIDERACIÓN FINAL: PROPORCIONALIDAD, *ULTIMA RATIO* Y LA FUNCIÓN POLÍTICO-CRIMINAL DEL MINISTERIO PÚBLICO

1. PROPORCIONALIDAD

El principio de proporcionalidad es el que exige que exista una relación entre la conminación penal (y las penas efectivamente impuestas) con la valoración social del hecho juzgado⁴⁷.

Los problemas de aplicación práctica de este principio son inmensos, especialmente por la dificultad de determinar cuál es el criterio para afir-

⁴⁶ *De lege ferenda*, es decir, en caso de establecerse una prohibición de imposición conjunta de sanciones, las reglas que podrían entregar luces respecto de la solución del problemas son las formulaciones clásicas de los principios de legitimación del sistema penal: (1) el principio de *ultima ratio*, (2) el principio de proporcionalidad, (3) el principio *non bis in idem* y (4) las reglas del concurso aparente. Este último caso, si bien naturalmente referido a las leyes penales, soluciona aquellos casos en que una conducta se encuentra aparentemente descrita en dos o más leyes penales, de modo que es necesario determinar cuál de ellas será la que rija el asunto desplazando a las otras. Para ello se han elaborado legal y doctrinariamente los principios de especialidad, subsidiariedad, consunción y accesoriedad. Si bien no es posible adentrarnos aquí en la solución concreta de los casos, baste hacer presente que se trata de una analogía *in bonam partem*. De lo que se trata es de aplicar reglas a aquellos casos en que no se sabe si debe aplicarse la sanción administrativa o la penal. Descartada la aplicación de ambas la aplicación de las reglas del concurso aparente de leyes penales siempre favorece al afectado porque permite que se le aplique solo una de ellas.

⁴⁷ Respecto de este principio vid. Bustos Ramírez, *Manual de Derecho penal* (4ª ed.), p. 96; Cobo del Rosal/Vives Antón, *Derecho penal*, PG (5ª ed.), pp. 81 y ss.; Mir Puig, *Introducción a las bases del Derecho penal*, pp. 158 y ss.; Muñoz Conde, *Introducción al Derecho penal*, pp. 78-79; Silva Sánchez, *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, pp. 260-261; García-Pablos de Molina, *Derecho Penal. Introducción*, pp. 398-406.

mar si una pena es o no proporcionada a la infracción que le da origen⁴⁸. Luego, si bien la relación de proporcionalidad siempre debe hacerse entre la pena y la valoración social del hecho⁴⁹, también puede asumirse una perspectiva sistemática que exige una adecuada correlación entre las penas asociadas a hechos de distinta gravedad.

En el caso que nos ocupa, resulta relativamente visible que la aplicación conjunta de las penas administrativas y las penales atenta flagrantemente contra el principio de proporcionalidad, muy especialmente atendiendo la considerable cuantía que suelen tener las multas gubernativas impuestas por la SVS. Esto precisamente refuerza la exigencia de reglas de determinación de la concurrencia de sanciones que dejen salvas no solo la doble punición, sino la proporcionalidad de la sanción y la infracción sancionada.

2. LA VÁLVULA DE ESCAPE: LA FUNCIÓN POLÍTICO-CRIMINAL DEL MINISTERIO PÚBLICO

Una de las principales funciones del Ministerio Público es el delineamiento de la política de persecución penal del Estado. Desde esta perspectiva, uno de los primeros encargados de velar por la evitación de la violación del *non bis in idem* es el Ministerio Público. Éste debe abstenerse de llevar adelante juicios en que la función de la pena ya la haya cumplido la sanción administrativa.

Para asistir a esta consideración material es necesario que el órgano persecutor atienda precisamente a consideraciones de proporcionalidad y *ultima ratio* entre la sanción y la infracción, a la consunción del injusto de la conducta y a la accesoriedad de la sanción penal en razón de la *ultima ratio* de la pena.

El cómo debe hacerlo es principalmente el problema. Es sabido que dentro de las principales herramientas con que cuenta para ello se encuentran el principio de oportunidad y el ejercicio de la suspensión condicional del procedimiento. Lamentablemente, la consagración del principio de oportunidad en nuestro sistema es extremadamente restrictiva especialmente por el rango de penas en que se permite. En efecto, el artículo 170 del CPP establece que los fiscales del Ministerio Público podrán no iniciar la persecución penal o abandonar la ya iniciada cuando se tratare de un hecho que no comprometiére gravemente el interés público, a menos que la pena mínima asignada al delito excediere la de presidio

⁴⁸ Las dificultades prácticas de la aplicación de esta estructura se pueden apreciar en la cautela que ha mostrado el Tribunal Constitucional español a la hora de pronunciarse acerca de él, por su amplia indeterminación. Vid, a modo de ejemplo, la STC 62/1982 (ponente Gómez-Ferrer Morant). La ausencia de consagración constitucional de este principio en nuestro medio, nos priva de pronunciamientos equivalentes.

⁴⁹ Así Mir Puig, *Derecho Penal*, PG, p. 111; Silva, Silva Sánchez, *Aproximación al Derecho penal contemporáneo*, p. 260 y García-Pablos de Molina, *Derecho Penal. Introducción*, p. 400.

o reclusión menores en su grado mínimo o que se tratare de un delito cometido por un funcionario público en el ejercicio de sus funciones. Esta regulación impide que la bisagra propia del Ministerio Público sea utilizada para evadir los problemas de proporcionalidad y *non bis in idem* en el caso del uso de información privilegiada. El hecho de contener el tipo del artículo 60 penas que exceden en su mínimo de presidio menor en su grado mínimo, hace imposible su aplicación.

El único camino que queda político-criminalmente es la utilización de la suspensión condicional. Esta institución, contemplada en el artículo 237 del CPP, permite a los fiscales del Ministerio Público con el acuerdo del imputado, solicitar al juez de garantía la suspensión condicional del procedimiento cuando la pena que pudiere imponerse al imputado, en el evento de dictarse sentencia condenatoria, no excediere de tres años de privación de libertad (es decir, presidio menor en su grado medio). Desde esta perspectiva, sería razonable que en todos aquellos casos en que se hubiesen impuesto sanciones por parte de la SVS, con el objeto de evadir una doble punición y por ende vulnerar el principio de proporcionalidad, el Ministerio Público debería tener como política ofrecer una suspensión condicional a los imputados que pudiera sustraerlos de un enjuiciamiento por un hecho por el que ya han sido sancionados.

Sin duda es una solución relativamente defectuosa, pero ello se explica precisamente por los defectos de la incriminación que se ha saltado las consideraciones de doble punición.

V. A MODO DE SÍNTESIS

Si la sanción administrativa es suficiente para producir los efectos disuasivos que exige la protección del mercado, la utilización de la sanción penal resulta superflua y la aplicación de penas inútiles no puede justificarse en Estados de Derecho secularizados.

Si la envergadura de la defraudación hace que la sanción penal sea la herramienta necesaria para cumplir la función de protección futura del funcionamiento del mercado, es la multa administrativa la que se torna superflua, de modo que es imperioso prescindir de ella. La incorporación del disvalor de la infracción administrativa en el de la infracción penal forzaría a la absorción de la primera por la segunda.

La disposición del artículo 58 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores, que expresamente permite la doble punición tanto en sede administrativa como penal debe enfrentar un juicio crítico que asuma la violación del principio *non bis in idem*. Ello precisamente porque ambas formas de sanción cumplen una misma función de reestabilización de la confianza de los actores del mercado de valores.

Este hecho debe ser considerado por el órgano encargado de la persecución penal, de modo de evitar la doble punición. Para ello debe servirse de los mecanismos político-criminales establecidos en la ley, dentro de los que probablemente el más idóneo sea la suspensión condicional del procedimiento.

Este último mecanismo debe entenderse como una solución provisoria, instándose a una adecuada modificación de lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores, que proscriba la doble sanción de estos hechos, o incorpore mecanismos que reserven la acción penal a las infracciones más potentes, dejando el resto al Derecho administrativo.

LEY SOBRE SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

LETICIA CELADOR IZQUIERDO

Abogada

SEBASTIÁN BUSTOS LAGARRIGUE

Ingeniero Comercial, Asesor del Ministerio de Hacienda

I. INTRODUCCIÓN

1. ANTECEDENTES

En octubre de 2007 ingresó al Congreso Nacional el proyecto de ley sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, con el objetivo de realizar los cambios de infraestructura necesarios para reducir los riesgos inherentes al sistema financiero y aumentar la seguridad del mismo.

El proyecto de ley, iniciado por Mensaje de la Presidenta de la República, se convirtió en la Ley 20.345, sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros¹.

Considerando que esta ley viene a satisfacer necesidades muy específicas y de gran complejidad técnica de nuestro sistema financiero, el presente artículo en primer lugar revisa algunos conceptos importantes relacionados con los sistemas de compensación y liquidación, para después exponer cómo los distintos temas son recogidos en la ley aprobada.

¹ La historia de la ley, con las modificaciones experimentadas por el proyecto durante su tramitación (boletín N° 5407-05), se puede consultar en el Sistema de Tramitación de Proyectos del Congreso Nacional (SIL) en la página web <http://sil.senado.cl>.

2. NECESIDAD DE CONTINUOS CAMBIOS A LA LEGISLACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El sistema financiero es parte fundamental de la economía de un país, al permitir una eficiente acumulación y distribución de sus recursos. El dinámico desarrollo de los mercados financieros en el mundo, junto con la importancia de su correcto funcionamiento y la necesidad de reducir los riesgos inherentes al mismo, han llevado a introducir continuos cambios a su marco legal y normativo. En este contexto, se ha introducido en la agenda legislativa el requerimiento de revisar y actualizar periódicamente la regulación del sector financiero.

Así, se han aunado criterios en la discusión de proyectos emblemáticos como la Ley N° 19.705, de 20 de diciembre de 2000, más conocida como Ley de Opas; las Leyes N°s. 19.768 y 19.769 de 7 de noviembre de 2001 y la Ley N° 20.190 de 24 de mayo de 2007, conocidas como Reformas al Mercado de Capitales MKI y MKII, respectivamente, o más recientemente la Ley N° 20.255, sobre Reforma Previsional, que flexibiliza el régimen de inversión de las AFP. Asimismo, en agosto de 2008 se anunció la Tercera Reforma al Mercado de Capitales, MKIII, que comprende una agenda de medidas legales, administrativas y de colaboración público-privada actualmente en implementación.

A medida que se han sucedido las distintas reformas se han revelado necesidades cada vez más específicas y de mayor complejidad técnica. Las necesidades actuales obedecen al objetivo de realizar cambios a la infraestructura del sistema financiero, en el ámbito tanto institucional como jurídico.

El perfeccionamiento de la infraestructura del sistema financiero es una preocupación internacional². Es por esta razón que organismos como el Banco Internacional de Pagos³ y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (BIS y IOSCO, respectivamente, por sus siglas en inglés) han elaborado documentos que contienen las recomendaciones o mejores prácticas en cuanto a la regulación de la infraestructura que

² La declaración Ministerial Conjunta emitida por la Segunda Reunión de los Ministros de Finanzas del Hemisferio Occidental, de la Cumbre de las Américas (Chile, noviembre 1997), mencionaba este asunto como uno de los puntos de acción para fortalecer los mercados financieros y solicitaba al Grupo del Banco Mundial junto con la Organización Internacional de Reguladores de Valores (International Organization of Securities Regulators, IOSCO), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y otras partes interesadas, la comparación de los sistemas existentes de compensación y liquidación en los países de América Latina y del Caribe con los estándares del Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlements) y de IOSCO, y basándose en esa revisión, los ministros convocaron "a las autoridades nacionales y regionales a implementar cambios que promuevan sistemas eficientes y seguros de compensación y liquidación congruentes con esos estándares".

³ Uno de los documentos de consulta obligada es el informe de Banco Internacional de Pagos "Report of the Committee of Inter-bank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", de noviembre de 1990, también conocido como el Informe Lamfalussy, que ya es un clásico en la materia.

permite la compensación y liquidación⁴. Asimismo, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos han incluido este tema dentro de sus preocupaciones de supervisión e investigación⁵ y las autoridades financieras de diversos países han tomado acción en este tema.

En consonancia con esta preocupación, el Banco Central de Chile modernizó la infraestructura del sistema de pagos, introduciendo las modificaciones normativas necesarias para implementar un sistema electrónico de liquidación bruta en tiempo real (conocido por sus siglas LBTR⁶) y para la creación de una cámara de compensación de pagos por parte de los bancos comerciales (conocida como COMBANC⁷). Con ello, los sistemas de pago en nuestro país se encuentran a la altura de las mejores prácticas en gestión de riesgos.

Sin embargo, según el diagnóstico de diversos organismos internacionales⁸, la infraestructura que permite el perfeccionamiento de las transacciones sobre instrumentos financieros no cumple los mejores estándares internacionales, en especial en lo referente al marco legal de su compensación y liquidación. Este diagnóstico es compartido en Chile tanto por los operadores del mercado como por el Gobierno⁹.

⁴ En forma conjunta BIS e IOSCO publicaron el documento "Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores" en noviembre de 2001. Posteriormente, en noviembre de 2004 publicaron el documento "Recomendaciones para entidades de contraparte central". Ambas publicaciones pueden ser consultadas en el sitio web del BIS (<http://www.bis.org/cpss/>).

⁵ Una muestra de la relevancia de este tema, en especial respecto del riesgo sistémico que una inadecuada compensación y liquidación puede implicar para el correcto funcionamiento de los sistemas de pagos, es el aumento de investigación en esta área. En efecto, en 2006 el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos organizaron conjuntamente un seminario sobre la materia. Un resumen de las conclusiones y algunos de los documentos del seminario fueron posteriormente publicados en la revista "Economic Perspectives" correspondiente al cuarto trimestre de 2006. (www.chicagofed.org/economic_research_and_data/economic_perspectives.cfm).

⁶ El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile (Sistema LBTR) se regula en el Capítulo III.H.4 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile y está disponible en la página web <http://www.bcentral.cl/normativa/normas-financieras/pdf/CapIIIH4.pdf>. Su reglamento operativo se encuentra en el Capítulo III.H.4.1.

⁷ La regulación de COMBANC se encuentra en el Capítulo III.H.5 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, sobre las Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional, disponible en <http://www.bcentral.cl/normativa/normas-financieras/pdf/CapIIIH5.pdf>.

⁸ El año 2004 visitó Chile una misión de expertos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional que evaluó el grado de observancia en Chile de las recomendaciones del Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) y la Organization of Securities Commissions (IOSCO) sobre los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores. Dichas recomendaciones están disponibles en la página web <http://www.bis.org/publ/cpss42.pdf?noframes=1>. En sus conclusiones, los expertos afirmaron que cuatro definiciones legales indispensables para el correcto funcionamiento de tales sistemas no estaban completamente claras en el marco legal chileno. Dichas conclusiones se contienen en el informe *Financial Stability Assessment* (FSAP) de Chile, pp. 7-8 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04269.pdf>).

⁹ En la historia de la ley se pueden consultar las opiniones de los representantes de distintos actores del mercado, tales como la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Electrónica, la

En este sentido, el objetivo de la ley en comento es perfeccionar esta infraestructura.

3. ¿QUÉ ES LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN?

Los sistemas de compensación y liquidación de valores tienen como objeto gestionar las transferencias de valores y los pagos correspondientes a las transacciones que se realizan en los mercados de valores.

Una vez que se ha llevado a cabo una transacción sobre instrumentos financieros, ya sea en mercados formales (bolsa) o informales (“over the counter” u OTC), ésta posteriormente debe ser perfeccionada.

Es habitual en los mercados financieros desarrollados que la entrega de los valores y los pagos correspondientes no se realice inmediatamente ocurrida la negociación, sino posteriormente. Una de las explicaciones para esto es que en un mismo período se efectúan un sinnúmero de transacciones y no sería eficiente realizar una a una las correspondientes transferencias de títulos y de dinero. Como es más eficiente sólo realizar los pagos y transferencias netas, las distintas operaciones son “neteadas” después de haber sido convenidas, para luego ser perfeccionadas. El ejercicio de calcular los saldos netos de valores o de dineros que cada parte debe entregar o recibir se denomina “compensación”¹⁰.

Después de realizada la compensación, es decir, después de que el sistema obtiene los saldos acreedores y deudores netos de cada agente liquidador, gestiona los traspasos de los instrumentos financieros en el depositario de los mismos y el traspaso de los dineros correspondientes. Esta última operación se denomina liquidación. La liquidación habitualmente

Bolsa de Productos, la Asociación de Bancos o las Administradoras de Fondos de Pensiones, entre otros, quienes fueron invitados a expresar su opinión durante la discusión del proyecto de ley por las Comisiones de Hacienda de la Cámara de Diputados y del Senado.

¹⁰ El concepto de “compensación” de instrumentos financieros no coincide plenamente con la compensación del Código Civil, en especial porque la compensación financiera puede operar de forma multilateral, y no sólo bilateral. En este sentido, la compensación de instrumentos financieros se asimila al concepto jurídico anglosajón de “clearing”. Algunos autores, como por ejemplo Vauplane y Bornet en su libro “Derecho de los Mercados Financieros” (*Droit des marchés financiers*, Ed. Litec, 2001), destacan los problemas dogmáticos de la compensación, en especial la complejidad de aplicar las reglas de la compensación del Código Civil a la compensación de instrumentos financieros. No obstante, las legislaciones de tradición romanista han usado el mismo término (Directiva 98/26/CE, de 19/05/1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores; ley 41/1999, de España, que implementa la Directiva 98/26/CE; código monetario y financiero de Francia; ley 964 de 2005, ley de mercado de valores de Colombia, o la ley de sistemas de pagos de México, publicada en el Diario Oficial de la Federación de los Estados Unidos Mexicanos el 12 de diciembre de 2002). En el caso chileno se optó por la misma solución, para beneficiarse de la abundante doctrina internacional y de los documentos de los organismos internacionales que usan ese término pero, para evitar confusión, en el artículo primero de la ley se introdujo una definición del concepto de “compensación financiera” y se indicó que no precisa de la concurrencia de los requisitos del Código Civil.

se efectúa mediante el procedimiento conocido como de entrega contra pago o DVP por sus siglas en inglés (“delivery versus payment”)¹¹.

En consecuencia, estos sistemas son parte de la infraestructura pos-transaccional de los mercados de valores y aseguran que cada una de las partes implicadas en una transacción de instrumentos financieros reciba los valores o los dineros correspondientes.

4. MODELOS PROPUESTOS PARA LA COMPENSACIÓN

Considerando las ventajas operacionales que presenta la compensación financiera frente a la alternativa de perfeccionar una a una las transacciones, los mercados han desarrollado distintas soluciones para determinar los saldos netos finales que deben ser liquidados.

Una primera solución de mercado son las llamadas cámaras de compensación, las que, al netear las operaciones, reducen los costos de transacción y el riesgo al cual los partícipes se exponen¹². Esta solución es complementada por lo general con la exigencia de garantías destinadas a cubrir el riesgo de reemplazo, las que se calculan como las necesarias para cubrir las pérdidas generadas en distintos escenarios de incumplimiento, en función de la volatilidad de precios y de los montos transados. Así, en caso de que una contraparte no cumpla con sus obligaciones las garantías son utilizadas para indemnizar al afectado por las ganancias que se han dejado de realizar¹³.

Una segunda solución, utilizada principalmente en los mercados de derivados, son las entidades de contraparte central. Como su nombre indica, estas entidades se interponen entre las partes de una transacción siendo contraparte de todas ellas y garantizando así el perfeccionamiento de la operación, lo que se efectúa mediante la novación de las obligaciones. Esto centraliza el riesgo e incentiva a la entidad a monitorear a cada uno de los partícipes. Al igual que en el caso de la cámara de compensación, esta solución es complementada con la exigencia de garantías a los partícipes, que en este caso cubren además el riesgo de crédito que

¹¹ Es cada vez más habitual que los valores se encuentren en un depositario. En el caso de Chile el Depósito Central de Valores (DCV) cumple esa función y también opera con el sistema de entrega contra pago o DVP, normado en el Anexo II DVP “Servicio de Solicitudes de Pago requeridas a través del Sistema Computacional del DCV para liquidación de Operaciones con Transferencia Electrónica de Fondos”, firmado por los depositantes y que forma parte del contrato de depósito. Este anexo se encuentra disponible en la página web http://www.dcv.cl/images/stories/DOC/empresa/contratos/general_de_deposito/anexo_ii_dvp_depositantes.doc.

¹² Al netear las transacciones la exposición de cada partícipe no corresponde a la suma de todas las órdenes de las que se hace acreedor una parte, sino que al neto que surge de compensarlas.

¹³ Es del caso mencionar que el riesgo de crédito, es decir, la pérdida ocasionada, por ejemplo, al entregar valores y no recibir el correspondiente pago, se encuentra reducido por el procedimiento de entrega contra pago señalado anteriormente.

asume la contraparte central. Los mercados financieros internacionales están convergiendo a este modelo, ya que facilita las transacciones. Al reemplazar cada contraparte por la entidad de contraparte central, sólo se requiere evaluar el riesgo de operar teniendo como contraparte a la entidad y no a cada una de las contrapartes del mercado¹⁴.

Cualquiera de las dos soluciones mencionadas reduce el riesgo de las operaciones con instrumentos financieros. La ley chilena considera ambos modelos y establece que tanto las cámaras de compensación como las entidades de contraparte central serán entidades supervisadas que operarán bajo procedimientos de máxima seguridad y con un adecuado sistema de garantías propias (patrimonio mínimo y fondos de reserva) y de los partícipes, las que podrán ser realizadas extrajudicialmente en caso de incumplimiento.

5. PROTECCIONES DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN

Los sistemas posttransaccionales recurren a diversos mecanismos de protección para garantizar su correcto funcionamiento. Es decir, que los saldos resultantes de la compensación efectivamente se liquiden y que se indemnicen los perjuicios en caso de incumplimiento. Estos mecanismos son principalmente de dos tipos: en un extremo podemos pensar en sistemas en que los riesgos son cubiertos en su totalidad por garantías provistas por los partícipes del sistema de compensación y liquidación. En este caso los sistemas limitan su función a realizar los cálculos de la compensación y administran y ejecutan las garantías. En el otro extremo podemos pensar en sistemas que cubren todos los riesgos con el patrimonio propio de la sociedad administradora y los partícipes pagan un precio que remunera el servicio de compensación y el uso de las garantías dispuestas por el administrador¹⁵.

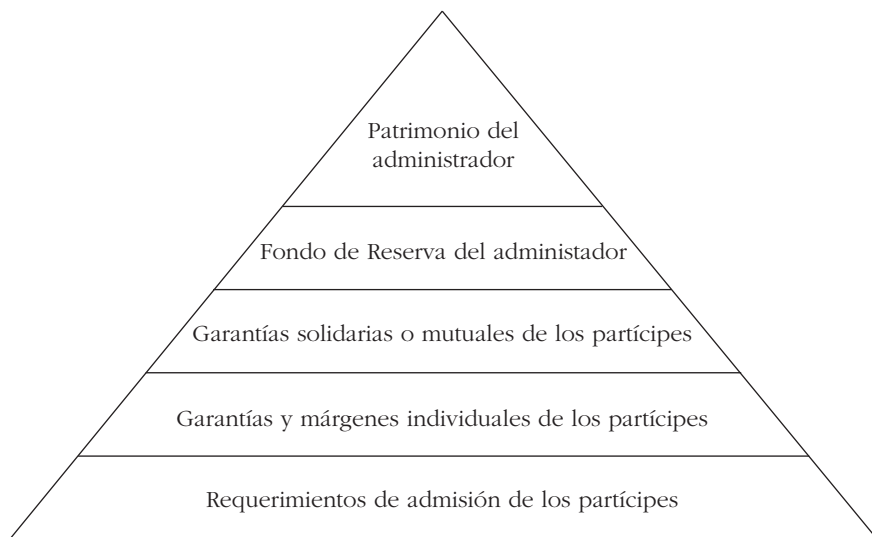
Se observa en la práctica que los sistemas de compensación utilizan una combinación de los dos casos expuestos, cubriendo parte del riesgo con garantías enteradas por los partícipes, sea individual o solidariamente, y parte con el patrimonio de la sociedad administradora.

El diseño de los mecanismos de protección de los sistemas de compensación apunta a proteger de la quiebra a la sociedad administradora

¹⁴ Mayor detalle sobre estos modelos se puede consultar en la Nota Técnica N° 2, de la Superintendencia de Valores y Seguros, de octubre de 2005, denominada "Compensación y Liquidación de Valores y Gestión de Riesgos", disponible en la página web www.svs.cl.

¹⁵ Nótese que en la mayoría de los casos las partes no actuarán directamente sino que a través de un intermediario, como por ejemplo los corredores de bolsa o agentes de valores. Estos intermediarios interponen órdenes de compra y de venta tanto por cuenta propia (para su cartera propia) como por cuenta de sus clientes. Durante un ciclo de negociaciones, cada corredor realiza un número de ofertas de compra y otro número de ofertas de venta, las cuales son calzadas con órdenes de otros intermediarios, generando el cierre de dichas transacciones. Los corredores serían los partícipes del sistema de compensación, en este caso.

del sistema. El objetivo es permitir que aunque durante una jornada se enfrenten situaciones de incumplimiento de las partes, al día siguiente el sistema pueda funcionar adecuadamente. Una forma sencilla de presentar en forma simple este diseño se muestra en la siguiente figura:



Esta pirámide muestra cómo se hace uso de las distintas medidas para hacer frente a los casos de incumplimiento. En primer lugar, como forma de fijar un estándar mínimo, se exigen requisitos a los partícipes para que puedan acceder a estos sistemas, como por ejemplo, la existencia de un capital mínimo o el empleo de determinadas tecnologías que aseguren una conexión adecuada con el sistema.

Un segundo nivel de salvaguardias está dado por las garantías exigidas individualmente a los partícipes, que suelen calcularse en relación con los montos transados y la volatilidad de precios de los instrumentos transados¹⁶. Por lo general estas garantías son exigidas al comienzo de cada jornada y son complementadas (“margin-calls”) cuando el partícipe incrementa los montos transados, aumenta su exposición neta o se registran variaciones relevantes en los precios de los instrumentos que transa.

¹⁶ Para explicar la importancia de la volatilidad de precios se puede utilizar un ejemplo. Supongamos que un corredor vende un título en bolsa y la operación es procesada por una cámara de compensación (no contraparte central), y que momentos antes de que se realice la liquidación el precio del título se duplica. En este caso el vendedor no tiene incentivos para cumplir su obligación ya que la transacción fue realizada a un precio menor. En caso de que efectivamente no cumpla con la entrega de los títulos, las garantías se utilizan para indemnizar al afectado por la ganancia no realizada, equivalente al incremento del precio, a quien recibiría los títulos.

En caso de que el partícipe no cumpla con sus obligaciones al momento de la liquidación, por ejemplo al no entregar ciertos valores o el dinero comprometido, se recurre en primera instancia a estas garantías. Respecto del mecanismo que consiste en solicitar garantías a las partes para cubrir posibles incumplimientos que pudieran afectar al correcto funcionamiento del sistema, los sistemas de compensación y liquidación ofrecen la ventaja de permitir optimizar el requerimiento de garantías, las cuales pueden resultar menores al monto total transado por cada una de las partes.

Un segundo componente de estas salvaguardias está constituido por garantías comunes o solidarias, que generalmente adoptan la forma de un fondo común, formado con aportes de todos los partícipes determinando la contribución individual en forma similar al cálculo realizado para las garantías individuales. De esta forma, en caso de que las garantías individuales no sean suficientes para cubrir las obligaciones de uno o varios partícipes, primero se utiliza la contribución individual de cada uno al fondo de garantía solidario, y, en caso de no ser suficientes, se utilizan los restantes recursos de dicho fondo común.

En caso de no ser suficientes los niveles anteriores, se procede a utilizar los recursos propios de la sociedad administradora. Estos pueden provenir en primer término de fondos especialmente dispuestos para estos fines, a modo de reservas o provisiones, o directamente del patrimonio de la sociedad. Es común observar en este último nivel el uso de seguros como forma adicional de cubrir los riesgos.

6. MARCO PROPUESTO POR LA LEY N° 20.345

La ley introduce una solución que conceptualmente se puede separar en dos ámbitos:

- 1) Por una parte, se determina el marco institucional para el establecimiento de entidades que desarrollen la función de compensación y liquidación de operaciones sobre instrumentos financieros. Para ello, la ley dispone normas para la constitución e inicio de actividades, así como también exige ciertos requisitos y regulaciones básicas tanto para las cámaras de compensación como para las entidades de contraparte central.
- 2) Por otra parte, la ley establece el marco necesario para dar certeza jurídica al procedimiento de compensación y liquidación de las transacciones de instrumentos financieros, conteniendo las definiciones indispensables para el correcto funcionamiento de tales sistemas que no estaban completamente claras en el marco legal chileno¹⁷.

¹⁷ *Op. cit.*, nota 9.

II. INSTITUCIONALIDAD DEL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN CONTEMPLADO EN LA LEY N° 20.345

1. COMPENSACIÓN

Actualmente los procesos de compensación y liquidación se realizan al interior de la Bolsa de Comercio de Santiago, en el denominado SCL (Sistema de Compensación y Liquidación)¹⁸ y en consecuencia aparecen integrados en la misma estructura institucional con el sistema de transacciones.

La ley separa las funciones transaccional y postransaccional, para que estas últimas sean realizadas por una o varias administradoras de sistemas de compensación y liquidación. Estas serán sociedades anónimas especiales de giro único y exclusivo que contarán con patrimonio propio. El objetivo de esta medida es separar los riesgos de cada una de las funciones, para que no afecten al desempeño de la otra, por ejemplo en caso de quiebra la sociedad producto de algún problema originado en una de las funciones. Adicionalmente, la separación ofrecerá las ventajas inherentes a la especialización.

La ley permite los dos modelos descritos para las sociedades administradoras de estos sistemas, es decir cámaras de compensación y liquidación, y entidades de contraparte central. Se abre la posibilidad de constituir cualquiera o ambos sistemas. Por ejemplo, la cámara de compensación es una solución conveniente para mercados de instrumentos financieros con precios estables, como es el caso de los títulos transados en los mercados de renta fija. Sin embargo, en los mercados más volátiles conocer la capacidad de pago de la contraparte con la cual se acuerdan transacciones es más importante, por ejemplo en el caso de los mercados de derivados financieros. En estos casos la entidad de contraparte central aporta un valor agregado al reemplazar las distintas contrapartes por una única entidad, la cual adquiere la obligación de cumplir con las obligaciones, independiente de que las partes no cumplan con las suyas.

En cualquier caso, los dos modelos operacionales sobre un adecuado marco legal presentan considerables ventajas respecto de la situación actual, en especial por la certeza jurídica que le proporcionarán a sus operaciones las definiciones legales contenidas en la ley, que se explicarán más adelante.

La ley establece normas generales para los dos modelos, como son la reglamentación de su constitución como sociedades anónimas especiales, de conformidad a lo establecido en el artículo 126 de la Ley N° 18.046 y

¹⁸ Para conocer su funcionamiento se puede consultar el “Manual de Operaciones del Sistema de Compensación y Liquidación Garantizada” (SCL), de 2005, aprobado mediante Resolución Exenta N° 485, de 2005, de la Superintendencia de Valores y Seguros, disponible en la página web www.bolsadesantiago.com en la sección Normativa de la Bolsa de Comercio.

sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros; los requisitos y exigencias para constituirse en cada caso (entre los que se encuentran el cumplimiento de requisitos de integridad de los accionistas que posean más del 10% del capital y contar con un capital pagado mínimo, de 150.000 UF para las entidades de contraparte central y de 100.000 UF para las cámaras de compensación), entre otras materias.

Un elemento importante de los futuros sistemas de compensación y liquidación serán las normas de funcionamiento de los sistemas, adoptadas por la sociedad administradora del sistema respectivo a modo de reglamento interno. Como gran parte de los detalles operativos de estos sistemas son de una gran complejidad técnica y requieren de cierta flexibilidad para ser modificados, se optó por no dejar el detalle de la regulación del funcionamiento de estos sistemas en la ley o en un decreto.

No obstante, considerando la trascendencia que para todo inversionista tiene la fase posterior a la transacción, ya que sólo su correcto funcionamiento permite que la operación sea perfeccionada, es necesario garantizar la supervisión de su contenido. Para ello, la ley dispone que estas normas de funcionamiento serán propuestas por las sociedades administradoras a la Superintendencia de Valores y Seguros, la que para aprobarlas deberá contar previamente con el informe favorable del Banco Central de Chile, en lo relacionado a las disposiciones de las normas que puedan afectar el normal funcionamiento de los pagos. Como podrán ser partícipes no sólo empresas reguladas por la Superintendencia de Valores y Seguros sino que también empresas bancarias, se debe enviar copia de las normas de funcionamiento presentadas por los sistemas a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, para que ésta tenga la oportunidad de expresar sus opiniones antes de que sean aprobadas. A diferencia de lo que sucede con el Banco Central, la opinión de la Superintendencia de Bancos no es vinculante para la aprobación de las normas¹⁹.

Las materias que deben ser abordadas por las normas de funcionamiento son las siguientes:

- 1) El contrato tipo para la adhesión de un partícipe al sistema y los requisitos para ser partícipe, los que deberán ser de carácter general, objetivo y sin discriminación arbitraria, no pudiendo diferenciar según sean o no accionistas del administrador.
- 2) Los medios y sistemas de comunicación que permitan la interconexión del sistema con sus partícipes, con el sistema de pagos y en general con cualquier persona jurídica, nacional o extranjera, a fin de hacer expedita y segura la ejecución de las órdenes de compensación.

¹⁹ Para que los supervisores establezcan el marco de los requisitos a exigir a los partícipes, y dado que éstos son regulados por la Superintendencia de Valores y Seguros o bien por la de Bancos, la ley indica que cualquier requisito debe ser establecido en una norma de carácter general dictada conjuntamente por ambas superintendencias.

- 3) Los instrumentos financieros que pueden ser objeto de compensación.
- 4) El momento, requisitos y condiciones conforme a los cuales se deberán comunicar y entenderán aceptadas las órdenes de compensación ingresadas al sistema.
- 5) Los plazos y procedimientos a través de los cuales se llevará a cabo la compensación y la posterior liquidación.
- 6) Los procedimientos de gestión de riesgos.
- 7) Los procedimientos necesarios para asegurar que la liquidación final de los resultados netos de cada ciclo de compensación pueda llevarse a cabo de forma íntegra y oportuna.
- 8) Las garantías que deben ser proporcionadas por los partícipes, así como la forma y casos en que se procederá a la asignación y realización de dichas garantías.
- 9) Las medidas que se deben adoptar en caso de incumplimiento de las obligaciones por parte de los partícipes, incluyendo las sanciones que serán aplicadas.
- 10) Las medidas que se deben adoptar para resguardar la continuidad operacional del sistema.

Una vez aprobadas las normas de funcionamiento de acuerdo a lo indicado, la Superintendencia de Valores y Seguros debe otorgar la autorización de inicio de actividades del sistema, una vez que compruebe que la entidad que administrará tal sistema cuenta con las instalaciones, los recursos profesionales y tecnológicos, y los procedimientos y controles necesarios para desempeñar adecuadamente sus funciones.

Adicionalmente, las cámaras de compensación o entidades de contraparte central están sujetas, entre otras, a las siguientes normas especiales:

- 1) Son instituciones de funcionamiento obligatorio y no pueden iniciar, suspender, en forma total o parcial, o poner término a sus operaciones sin previa autorización de la Superintendencia.
- 2) Su directorio está integrado por un número mínimo de siete miembros.
- 3) Deben llevar separadamente su contabilidad de aquella de los fondos de garantía y fondos de reserva que administren²⁰.
- 4) Deben constituir fondos de reserva por cada sistema que administren, para responder a los partícipes del cumplimiento de sus obligaciones.
- 5) Deberán llevar registro de todas las operaciones realizadas por los sistemas que administren.
- 6) Deben velar por el cumplimiento de las normas de funcionamiento.
- 7) Responden hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los partícipes por incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones.

²⁰ Estos fondos están explicados en el apartado anterior.

2. LIQUIDACIÓN

Actualmente el sistema SCL operado por la Bolsa de Comercio de Santiago, así como ocurrió con semejantes sistemas en su origen en otros países, realiza la liquidación de los saldos de dinero utilizando dos bancos comerciales privados, lo que lleva asociado el denominado “riesgo de banca comercial”; es decir, que estos enfrenten algún problema de iliquidez o directamente de insolvencia. Para abordar este riesgo y sus implicancias sistémicas para el resto del mercado, la ley determina que la liquidación debe efectuarse en un sistema de pagos autorizado especialmente para esos efectos por el Banco Central.

Además, siguiendo la experiencia de otros países, el texto faculta al Banco Central para que abra cuentas a las cámaras de compensación o entidades de contraparte central que se creen, sin que ello signifique en modo alguno la garantía o el derecho a facilidades de liquidez por parte del Banco Central. De esta forma, existe la posibilidad de que estos sistemas liquiden los saldos de dinero directamente haciendo transferencias en el sistema de pagos del instituto emisor, eliminando el riesgo de banca comercial por completo.

Los partícipes de los sistemas de compensación y liquidación serán los corredores, bancos y demás intermediarios que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros. En todo caso, el administrador del sistema de compensación y liquidación puede determinar los requisitos que deben cumplir quienes sean partícipes del sistema, siempre que sean de carácter general y que no impliquen discriminación arbitraria. Dichos requisitos tampoco pueden diferenciar según sean o no accionistas del administrador, como buena norma de gobierno corporativo.

Por otra parte, se establece expresamente que los partícipes son plenamente responsables por el cumplimiento de las órdenes de compensación que ingresen al sistema, aunque se trate de operaciones por cuenta de sus clientes. Esta medida también va dirigida a garantizar el perfeccionamiento de todas las operaciones, en este caso a través del intermediario.

Aunque el texto de la ley no se pronuncia al respecto, es probable que se produzca una especialización en las funciones que hoy cumplen los intermediarios de valores. En este sentido, es posible que algunas firmas corredoras de valores se especialicen en la transacción de los instrumentos financieros y subcontraten la labor postransaccional a otra empresa de intermediación que sea partícipe del sistema. En otros países se observan empresas especializadas, denominadas “agentes liquidadores”, cuyo servicio es ser partícipes de los sistemas de compensación y liquidación y entregar las garantías necesarias para respaldar las operaciones realizadas por otros intermediarios.

3. CONFLICTOS DE INTERÉS Y EL INTERÉS PÚBLICO

Además de los problemas de gobierno corporativo comunes a todas las empresas, la literatura señala algunos conflictos de interés y problemas particulares a los sistemas de compensación y liquidación²¹. Se pueden destacar dos: el primero, se refiere al tratamiento a los partícipes y en especial la exigencia de garantías; y el segundo, a los mecanismos para que los sistemas internalicen los costos de los riesgos de interés público. A continuación se exponen estos problemas y la forma con que fueron resueltos en la ley.

Como se indicó anteriormente, es común que para cubrir los riesgos se utilice una combinación de garantías puestas por los partícipes y patrimonio de la sociedad administradora del sistema. La combinación óptima de garantías y patrimonio es un asunto complejo de resolver, por lo que el texto dispone que éste sea resuelto en las normas de funcionamiento de los sistemas. Sin embargo, esto abre dos posibles problemas.

Por una parte se encuentra el posible tratamiento diferenciado entre partícipes cuando estos son accionistas o no de la sociedad administradora, que podría producirse, por ejemplo, si los requisitos exigidos a los partícipes accionistas fueran menores que a los partícipes no accionistas. La ley soluciona este problema determinando que los requisitos deben ser objetivos y no importar discriminación arbitraria. Asimismo, se señala específicamente que no se pueden establecer diferencias en los requisitos a los partícipes por el mero hecho de ser o no accionista.

Otra versión del mismo problema podría darse a nivel de los costos cobrados por la compensación y liquidación, puesto que si fueran indebidamente altos, los accionistas podrían “recuperar” parte de lo desembolsado a través del recibo de dividendos, lo que no sería el caso de los no accionistas. Para solucionar este problema se exige a las cámaras de compensación o entidades de contraparte central presentar a la Superintendencia de Valores un estudio tarifario, que debe ser de conocimiento público. Las tarifas deben fundamentarse en los ingresos y costos relevantes proyectados por la sociedad administradora y tener en consideración los principios de equilibrio financiero de la empresa y de no discriminación arbitraria. Los contenidos mínimos para la elaboración del estudio son establecidos por la Superintendencia a través de norma de carácter general. El referido estudio deberá ser actualizado a lo menos cada dos años y cada vez que la entidad ajuste sus tarifas, o a petición fundada de la Superintendencia.

²¹ Para una completa revisión de los problemas y conflictos de interés relacionados con los sistemas de compensación y liquidación se puede consultar el documento “Governance of securities clearing and settlement systems” escrito por D. Russo, T. Hart, M. Malaguti y C. Papathanassiou en 2004, disponible en el sitio web del Banco Central Europeo (www.ecb.int)

El segundo problema surge de la dificultad de determinar el nivel adecuado de la exigencia de garantías respecto a los riesgos asumidos o incurridos por cada partícipe. Este último conflicto es más complejo, ya que, por ejemplo, el administrador del sistema podría exigir a los partícipes garantías excesivas, por sobre lo necesario para cubrir los escenarios de riesgo, con el objetivo de sobreproteger su propio patrimonio.

Para enfrentar estos dos problemas, en la experiencia internacional se observan tres mecanismos:

- 1) El primero consiste en constituir las sociedades como “cooperativas”, en las que todos los partícipes son accionistas, como sucede tradicionalmente en Chile con las bolsas²². No obstante, esta opción en general está siendo abandonada como forma de establecer infraestructuras de mercado como bolsas o depositarios por presentar sus propias complicaciones, derivadas de que el carácter mutualista, propicio a “lavar la ropa sucia dentro de la casa”, no es el más adecuado para las buenas prácticas de gobierno corporativo.
- 2) El segundo mecanismo es establecer requerimientos a la composición del directorio, como son la aprobación de los directores por parte de los partícipes o el nombrar representantes de los partícipes en el directorio aunque éstos no sean accionistas. Esta solución resulta incompatible con nuestras normas sobre sociedades anónimas, según las cuales el directorio se elige por los accionistas según sus derechos de voto, de acuerdo con el principio “una acción, un voto”. Incluso si estos representantes tuvieran derecho a voto, podría dudarse de su constitucionalidad, debido a que significaría una limitación de los derechos de propiedad de los accionistas.
- 3) Finalmente, el tercer mecanismo observado en la experiencia internacional es establecer comités asesores que aseguren la comunicación entre partícipes y el directorio. La Ley N° 20.345 incorpora esta solución, al exigir a las cámaras de compensación o entidades de contrapartida central constituir un comité de riesgos, el que tiene por objeto evaluar mejoras a las normas de funcionamiento y proponerlas al directorio de la sociedad administradora de cada sistema. Se dispone además que este comité debe estar integrado mayoritariamente por representantes designados por los partícipes, sean o no accionistas, y que su composición y procedimiento de elección se determinará en las normas de funcionamiento.

²² La Ley 18.045, de Mercado de Valores, establecía que era obligatorio para un corredor el ser accionista de la bolsa. Esta exigencia se eliminó en la Ley N° 20.190, conocida como MKII, por lo que la desmutualización de las bolsas ya es legalmente posible. No obstante, en la práctica aún no se observan avances al respecto.

Es del caso señalar que la existencia de fondos de garantía aportados en conjunto por todos los partícipes, que mutualizan las pérdidas ya que se ejecutan cuando no alcanzan las garantías individuales de cada uno, genera el incentivo para que entre los mismos partícipes monitoreen la adecuada exigencia de garantías. De esta forma, el comité de riesgos permite que quienes ponen sus recursos en juego, incluso no por acciones propias sino por los posibles incumplimientos de terceros, puedan influir en la forma en que se realiza la gestión de riesgos.

El interés público en la operación de los sistemas de compensación y liquidación deriva de su gran importancia para el mercado, puesto que concentran en una sola entidad distintos riesgos que pueden afectar en forma sistémica a la economía. En consecuencia, no sólo la combinación adecuada de garantías es importante, sino que también el nivel de éstas. Este es el motivo por el cual en la ley, por una parte, se exigen fondos de garantía mutuales, para que todos los partícipes tengan incentivos a que la exigencia de garantías sea la adecuada para mitigar el riesgo.

Por otra, se incluyó en la aprobación de las normas de funcionamiento al Banco Central, con el objeto de que el instituto emisor se pronuncie en particular sobre la gestión de riesgos, para evitar que no haya riesgos “sistémicos”, derivados de la actuación de alguno de los partícipes o del administrador del sistema, los cuales, al incumplir sus obligaciones, puedan provocar un efecto en cadena y afectar a todo el procedimiento postransaccional primero y transaccional después.

La ley establece que la política de gestión de riesgos de cada sistema será establecida por el directorio de la sociedad administradora, considerando la propuesta del comité de riesgos. Asimismo, señala que dicha política se hará pública y que el directorio debe enviar al comité de riesgos respuesta escrita a la propuesta de éste. De esta forma, se establecen los incentivos y las salvaguardias para que estos sistemas se conviertan en una inversión colectiva que efectivamente mitigue los riesgos y así mejore el funcionamiento del mercado, y para que los agentes privados hagan una gestión eficiente del riesgo de esta actividad, acotando el riesgo sistémico.

III. CONCEPTOS JURÍDICOS QUE DAN SEGURIDAD AL SISTEMA²³

El marco legal es quizá la innovación más importante de la Ley N° 20.345, puesto que cualquier institucionalidad, por muy perfecta que

²³ Esta sección se ha inspirado fuertemente en el documento interno de la Fiscalía de la Superintendencia de Valores y Seguros denominado “Aspectos legales relacionados al sistema de compensación y liquidación de valores”, de fecha 28 de noviembre de 2006, elaborado por el abogado Javier Díaz Velásquez.

sea, no puede ser un verdadero aporte si no tiene una base que dé certeza a su funcionamiento.

Tal como se mencionó en la introducción, el diagnóstico tanto internacional como local indica que en Chile no se contaba con un marco legal adecuado para la compensación y liquidación de instrumentos financieros, ya que no existía claridad en nuestro derecho sobre la irrevocabilidad y firmeza de las operaciones, la protección de las garantías involucradas ante ciertos eventos, especialmente en el caso de quiebra, y tampoco existía base legal suficiente para la operación de la compensación financiera, sea ésta bilateral, multilateral o por novación²⁴.

Para proveer la base jurídica necesaria para la operación de una o varias cámaras de compensación, la ley aborda las carencias detectadas en nuestro derecho nacional, proveyendo un sustento legal suficiente respecto a los siguientes aspectos fundamentales:

1. FIRMEZA DE LAS OPERACIONES

Para garantizar el correcto funcionamiento de las estructuras postransaccionales, las órdenes de compensación aceptadas deben compensarse y liquidarse a todo evento y ni ellas ni sus resultados deben ser susceptibles de ser anuladas o dejadas sin efecto, ni por las partes ni por terceros, por ningún motivo, ni siquiera en caso de quiebra. Este concepto se conoce como “settlement finality” y ha sido traducido al castellano como “principio de firmeza de la liquidación” o simplemente “principio de firmeza”²⁵.

La ley otorga total reconocimiento legal a la irrevocabilidad y firmeza en sentido amplio de las órdenes de compensación de valores que sean aceptadas por el sistema y a los traspasos de los saldos acreedores de valores y de dinero que resulten de las mismas, una vez que las órdenes sean aceptadas por la cámara de compensación o entidad de contraparte central²⁶.

²⁴ Ver, por ejemplo, el informe Financial Stability Assessment (FSAP) sobre Chile elaborado en 2004 por el Fondo Monetario Internacional (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04269.pdf>).

²⁵ Ese es el vocabulario utilizado en la Directiva 98/26/CE de 19/05/1998, en su versión en español sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores. Si bien el principio de firmeza no se encontraba expresamente reconocido en nuestra legislación, las transferencias de valores efectuadas al amparo de la Ley N° 18.876, sobre Depósito de Valores, podían obtener una protección análoga aunque parcial, puesto que sólo opera una vez que la liquidación de valores ha tenido lugar y con cierta incertidumbre respecto a la protección frente a los efectos retroactivos de las acciones concursales.

²⁶ La redacción de este principio es más complicada en la ley chilena que en el derecho comparado por dos motivos. En primer lugar, para no afectar las facultades constitucionales de los jueces chilenos, el proyecto de ley optó por no redactar que las órdenes de compensación o sus resultados no podrían ser declaradas nulas o dejadas sin efecto (redacción utilizada en otras jurisdicciones) sino que se redactó que la nulidad sí podría declararse pero no tendría el efecto de revertirlas. Por otra parte, en el proyecto de ley la redacción de este principio es amplia, recogiendo tanto expresiones genéricas como casos individuales de posible ineficacia de un acto jurídico, para garantizar así que la redacción es lo suficientemente clara

El principio de firmeza constituye una de las bases legales de la infraestructura de los sistemas financieros modernos, y como tal, es el primer estándar internacionalmente recomendado para la estructuración tanto de los sistemas de pagos como de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Su relevancia se relaciona primordialmente con el control de riesgos sistémicos, de manera de evitar que el vicio que pueda afectar a una o más operaciones financieras en particular, o las eventuales situaciones de crisis financiera que pueda sufrir un partícipe de un sistema de pagos o de un sistema de compensación y liquidación de valores, puedan afectar el funcionamiento eficiente y continuo de tales sistemas y contagiarse a otros miembros de los mismos. A raíz de ello, el principio de firmeza ha formado parte central de la política legislativa de las naciones más desarrolladas en esta área, así como también de las entidades encargadas de la supervisión del sistema financiero²⁷.

Este principio tiene dos aspectos. Por un lado se encuentra la firmeza frente a las propias partes de la transacción, quienes no podrán dejar sin efecto unilateralmente ni de mutuo acuerdo las transacciones que entran al sistema. Por otra parte, la firmeza también se aplica respecto de todos los terceros, sean administradores de los sistemas, jueces, síndicos, etc., quienes no pueden dejar sin efecto por ningún motivo y en ninguna de las etapas del proceso de compensación y liquidación, las órdenes de compensación aceptadas. Es decir, las órdenes aceptadas no podrán ser revocadas y los resultados de la compensación y liquidación no podrán ser reversados²⁸.

Una vez que se ha cerrado una transacción, por ejemplo en una bolsa de valores, esta es comunicada a un sistema, ya sea cámara de compensación o entidad de contraparte central, para su compensación. La firmeza es fundamental para que el cálculo de la compensación –la determinación de los saldos netos a liquidar– sea definitivo, ya que permite hacer compensaciones multilaterales, que tienden a reducir los saldos a liquidar. Si se pudieran anular transacciones, los saldos finales a liquidar por cada partícipe podrían cambiar y afectar a terceros. Por lo tanto, la firmeza de las obligaciones derivadas de las órdenes de compensación es esencial para el buen funcionamiento del sistema de compensación y liquidación, principalmente si se trata de una contraparte central, ya que ésta debe garantizar el buen término de las operaciones. Lo mismo suce-

y comprensiva, de forma de evitar cualquier interpretación o resquicio que pudiera afectar a la firmeza.

²⁷ Así, es el pilar de la Directiva 98/26/CE ya mencionada, la que ha sido implementada en todos los países miembros de la Unión Europea. Asimismo, el principio ya ha sido incorporado en varias legislaciones latinoamericanas, tales como la de Colombia, Perú, México, Panamá y Brasil, entre otras.

²⁸ Si bien la regla general es que se debe evitar la anulación de órdenes bajo cualquier motivo, la ley permite que en las normas de funcionamiento se establezcan previamente las condiciones extraordinarias y excepcionales que permitirían a las partes resciliar o modificar de mutuo acuerdo una transacción.

dería en el caso en que se revirtieran operaciones ya liquidadas, puesto que el riesgo de poder verse obligado a deshacer todas las transacciones efectuadas posteriormente con los mismos valores o dineros introduciría un elemento de inseguridad tan grave que sería un gran disuasorio para los inversionistas y perjudicaría al mercado²⁹.

Dado que el reconocimiento del principio de firmeza supone que las órdenes de compensación aceptadas por el sistema son legalmente exigibles y vinculantes tanto respecto de las partes como de terceros, importando la abolición de los efectos retroactivos propios de cualquier procedimiento que busque la ineficacia del acto, ya se trate de un procedimiento de nulidad o de insolvencia de cualquier especie, la aplicación de este principio requiere una determinación fehaciente del momento a partir del cual se entiende que una transacción acordada en el mercado de valores pasa a considerarse como firme frente a las partes y a todos los terceros.

De acuerdo con los estándares internacionalmente recomendados y aplicados, ese momento, en el cual se fijan claramente las obligaciones recíprocas de las partes, debe coincidir con la aceptación de las órdenes por la cámara de compensación o entidad de contraparte central, y tal momento debe estar legalmente reconocido.

La Ley N° 20.345 reconoce que la firmeza comienza a partir del momento de la aceptación de las órdenes por el sistema de compensación y liquidación. No se señala cuándo sucederá tal cosa, sino que establece que tal momento será fijado por la propia cámara de compensación o entidad de contraparte central en las normas de funcionamiento del sistema. Esta opción considera el rol que los elementos técnicos y operativos tienen en la determinación de ese momento y a la vez garantiza que el bien público está presente en su determinación, puesto que las normas de funcionamiento son aprobadas por la Superintendencia de Valores con el informe favorable del Banco Central.

La aplicación del principio de firmeza no necesariamente implica una merma en las posiciones de quienes estuvieran interesados en buscar la ineficacia de la transacción (principalmente los acreedores de las partes) porque pueden dirigirse contra el resultado de la compensación y liquidación. Es decir, quien pretenda anular una venta de acciones o embargar acciones cuya venta se estaba compensando para cobrarse una determinada deuda, puede ejercer sus derechos sobre el dinero recibido por la venta, o a la inversa, quien estaba interesado en el dinero puede dirigirse contra las acciones.

²⁹ Una situación problemática similar a la descrita se produjo con ocasión del caso Inverlink, tras el cual disminuyeron sustancialmente las transacciones fruto de declaraciones efectuadas por las autoridades que desafiaron el principio de firmeza de la liquidación de instrumentos financieros sustraídos a la CORFO.

Como los instrumentos financieros son bienes fungibles, ese cambio no sería lesivo para el acreedor, salvo si hay volatilidad en el precio de los instrumentos financieros. Para ese posible perjuicio y en todo caso, los afectados por la transacción declarada firme poseen el derecho de ejercer las acciones para resarcirse de los posibles daños que se les hayan ocasionado.

Por lo tanto, los acreedores recibirán el saldo neto que le corresponda a dicho partícipe, sea en títulos o en dinero, al final del ciclo de liquidación y podrán también demandar las indemnizaciones correspondientes. La ley reconoce expresamente ambos efectos compensatorios del principio de firmeza.

2. RECONOCIMIENTO DE LA COMPENSACIÓN BILATERAL Y MULTILATERAL, ESPECIALMENTE ANTE LA QUIEBRA

El segundo de los aspectos legales cuyo desarrollo en la legislación nacional aparecía como deficitario, según el informe de los expertos de la misión del Banco Mundial, es el relacionado a la compensación (“netting”) de las obligaciones financieras.

La observación formulada por el Informe FSAP decía razón con la ausencia en Chile de un régimen legal que permita el “neteo de obligaciones”, en caso de insolvencia, y la figura del “neteo por novación” y “neteo multilateral”, de especial relevancia para la operación de entidades de contraparte central.

En la literatura relacionada a las transacciones de los mercados financieros se señalan dos aspectos legales fundamentales que deben estar presentes: la posibilidad de compensar bajo hipótesis de insolvencia (“*close-out netting*”), como una herramienta fundamental de administración de riesgos sistémicos, y la eficacia de la compensación establecida en cláusulas de terminación anticipada (“*settlement netting*”).

Recordemos que en muchas jurisdicciones la compensación es una institución jurídica que constituye un modo de extinguir obligaciones que opera cuando dos personas son deudoras y acreedoras entre sí, produciéndose la extinción de las obligaciones hasta el monto de la menor, en caso de producirse ciertas condiciones que varían sustancialmente en las distintas familias legales. En efecto, la compensación como institución jurídica presenta diferencias profundas de regulación en el derecho comparado. Dicho tratamiento diverso se debe a que la compensación es algo más que un mero modo de extinguir obligaciones, ya que constituye una suerte de “súper preferencia” para el acreedor del mayor valor, toda vez que en caso de insolvencia puede reducir su exposición al riesgo de crédito sin necesidad de contar con cauciones reales del deudor. Por otra parte, en circunstancias distintas a la insolvencia, ella constituye un modo anormal de cumplimiento de las obligaciones.

Así, en las tradiciones legales franco-latinas, incluida la nuestra, la compensación en general opera automáticamente y por el solo ministerio de la ley una vez que se han reunido sus requisitos de operación. No obstante, en caso de quiebra de una de las partes, su aplicación es limitada o incluso abolida. Se fundamenta dicha limitación o prohibición en el posible desvío de patrimonio del fallido en perjuicio de la masa de acreedores.

En las tradiciones legales anglosajonas, en cambio, la compensación (“*set-off*”) sólo opera excepcionalmente, cuando ha sido expresamente prevista y regulada contractualmente por las partes. Es decir, en caso de que deudor y acreedor lo sean recíprocamente en distintas obligaciones, no se produce una reducción automática del saldo, a no ser que ellos expresamente lo hayan pactado por contrato. Pero en tal caso, una vez declarada la quiebra, su aplicación es permitida o incluso ordenada legalmente.

En los mercados anglosajones, los agentes financieros suelen pactar contratos-marco estandarizados que regulan las operaciones que celebran en múltiples oportunidades y contemplan cláusulas tanto de “*close-out netting*” (neteo en casos de insolvencia de una de las partes) como de “*settlement netting*” (neteo en caso de terminación normal o acelerada de un contrato marco estandarizado). Dentro de las jurisdicciones franco-latinas tradicionales, la aplicación de cláusulas como las señaladas no resulta plenamente posible, dado que la ley establece qué requisitos son necesarios y cuándo opera. Típicamente estas legislaciones prohíben la aplicación de la compensación en caso de quiebra y respecto de obligaciones aceleradas por la declaración de quiebra. De tal modo, el neteo bajo esas hipótesis resulta prohibido.

Dadas las ventajas que tiene la aplicación del neteo de obligaciones financieras, paulatinamente se ha extendido en los mercados internacionales la adopción de normas que permitan el neteo a partir de la declaración de quiebra, incluso en jurisdicciones tradicionalmente calificadas como franco-latinas como Francia, España o Luxemburgo, entre otras. La ley aprobada en Chile tiene el mismo objetivo.

En cuanto al neteo por novación, éste se define como el reemplazo de dos o más obligaciones pendientes de ejecución por una única obligación representativa del saldo neto, la que será cumplida en una fecha futura que se conviene. Los acuerdos de neteo por novación son muy comunes en operaciones con instrumentos derivados financieros o de compraventa de divisas actualmente no exigibles y realizadas bajo contratos marco, por el cual cada nueva operación o contrato es automáticamente consolidada con las ya existentes para producir un nuevo “contrato” (novación), dando lugar a una sola obligación.

En la legislación nacional, la figura del neteo de operaciones o contratos aparece como algo intermedio entre la compensación y la novación, y posiblemente sus características podrían ser logradas a través de la

redacción de contratos. No obstante, su reconocimiento legal aparece como necesario en el ámbito específico de la compensación de valores y, en especial, respecto de las entidades de contraparte central. De hecho, nuestra legislación así lo ha reconocido con anterioridad, en el artículo 157 de la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, respecto de las cámaras de compensación de instrumentos derivados. Así, la ley aborda este tipo de compensación al definir el objeto de las entidades de contraparte central³⁰.

3. PROTECCIÓN DE LAS GARANTÍAS

Para el correcto funcionamiento de la cámara se requiere que los valores que han sido entregados como garantía por los partícipes a la cámara o entidad de contraparte central no puedan ser embargados o requeridos hasta que haya finalizado el ciclo de liquidación. Para esto se dispone de una protección para las garantías, durante el plazo que estas estén destinadas a cubrir riesgos en los sistemas.

De esta forma, la ley establece que los bienes entregados en garantía por los partícipes o que integren fondos de garantía o fondos de reserva constituirán patrimonios de afectación para la garantía de tales obligaciones y no serán susceptibles de reivindicación, embargo, medida prejudicial o precautoria u otras limitaciones al dominio por causa alguna, ni podrán estar sujetos a otros gravámenes o prohibiciones que los establecidos por las normas de funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación.

Considerando la celeridad propia de los mercados financieros, el texto también flexibiliza la constitución de las garantías, en especial cuando se trata de garantías sobre valores desmaterializados y anotados en cuenta, permitiendo mayor agilidad al momento de su constitución. Adicionalmente, la ley dispone que estas garantías sean realizadas extrajudicialmente, en la forma y casos que se determinarán en las normas de funcionamiento de los sistemas, de forma de garantizar la mayor rapidez posible en el cumplimiento de las obligaciones garantizadas.

4. RÉGIMEN LEGAL PARA LOS PRÉSTAMOS DE VALORES

La misión del Banco Mundial reparó en la falta de una base legal suficiente para el establecimiento y desarrollo del préstamo de valores, dentro del sistema de compensación y liquidación de valores.

³⁰ La función y responsabilidades que adquiere una cámara de compensación son más acotadas y menores que las asumidas por una contraparte central. Por esta razón, bajo el entendido de que el que puede lo más puede lo menos, la ley considera además la posibilidad de que las contrapartes centrales provean el servicio de compensación, sin necesidad de constituir una nueva sociedad anónima separada de la anterior.

Internacionalmente se reconoce la conveniencia de que los mercados financieros cuenten con infraestructura para el préstamo oportuno de valores, como una forma de reducir el riesgo de transferencias no cumplidas por los partícipes del sistema y poner fin a una situación de incumplimiento con mayor celeridad. Particularmente, se destaca que pueden tener especial relevancia dentro de operaciones transfronterizas.

Desde el punto de vista financiero, el préstamo de valores es la “transferencia temporal garantizada de valores”, ya que esos son sus efectos legales. Operacionalmente se trata de una práctica de mercado por la cual determinados valores son transferidos temporalmente por su dueño a un tercero, quien se obliga a restituir igual cantidad y calidad de valores en un plazo determinado (o incluso a la vista), pagando una prima.

Legalmente, el uso de la palabra “préstamo” puede llevar a confusión, ya que en este tipo de transacciones hay una transferencia definitiva de propiedad, y no la entrega de la mera tenencia de los mismos como pudiera aparecer a primera vista. Es decir, el prestatario de los valores, al recibir los valores, lo hará como propietario, obligándose con el prestamista a restituir el mismo número y tipo de valores prestados.

En nuestro derecho, el préstamo de valores no es una actividad regulada ni por la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores, ni por la Ley N° 18.876, de Depósito y Custodia de Valores. Por otra parte, el reglamento interno del Depósito Central de Valores tampoco incluye normas particulares al respecto. No obstante, algunos cuerpos legales autorizan su celebración a algunos agentes del mercado: fondos mutuos y fondos de inversión.

Por tanto, desde una perspectiva puramente civil, y atendida la naturaleza jurídica de los valores, el préstamo de valores constituye un mutuo o préstamo de consumo, regido por el Título XXXI del Libro IV del Código Civil (artículos 2196 y siguientes), pudiendo regularse sus efectos particulares por la vía contractual. Tal situación permite a los agentes del mercado operar sobre una base legal relativamente cierta y predecible. Asimismo, desde una perspectiva fáctica, el mercado nacional carece de un mercado formal y público de préstamo de valores, si bien no puede descartarse que informalmente los participantes del mercado los efectúen.

No obstante lo anterior, al examinar la legislación comparada, puede observarse que jurisdicciones de tradición semejante a la chilena han optado por una regulación específica de esta actividad. Ello se debe a la necesidad de estandarizar los procedimientos y normas aplicables, con la perspectiva de asegurar certeza jurídica respecto al tratamiento legal de este tipo de negocios.

La inexistencia de la actividad o su existencia meramente informal constituía un déficit de los mercados nacionales desde la perspectiva del manejo de riesgos de los sistemas de pagos y de liquidación de valores. En efecto, instancias eficientes y seguras de préstamo de valores permiten reducir riesgos de contraparte en la liquidación, así como de liquidez.

Esto es especialmente relevante para el correcto funcionamiento de las entidades de contraparte central.

Ello porque en caso de un incumplimiento de un partícipe, la contraparte central no alcanza a comprar los valores en el mercado ya que no dispondrá de ellos en el momento oportuno (la entrega no ocurre en forma inmediata una vez que se produce una transacción). Para resolver este problema normalmente los sistemas gestionan un sistema de préstamo de valores. Por tanto, la eventual enmienda de dicho déficit supondría incorporar una regulación específica sobre el particular, incorporando normas básicas a nivel legal y una regulación más detallada a nivel reglamentario.

El texto incluye disposiciones legales que permiten a las cámaras de compensación o entidades de contraparte central establecer un sistema de préstamo de valores. Dichas disposiciones incluyen una definición de préstamo de valores y la facultad para que las cámaras de compensación, las entidades de contraparte central y las empresas de depósitos de valores establezcan un registro de los préstamos de valores que se celebren bajo su ámbito, así como de los valores disponibles para tales préstamos. Asimismo, señala que los sistemas de compensación y liquidación de valores establecerán normas para la realización de las operaciones de préstamo de valores, señalando los contenidos mínimos que deben regular.

5. DISPOSICIONES ADICIONALES

Si bien las cuestiones jurídicas fundamentales son las señaladas con anterioridad en esta sección, la ley contiene otras disposiciones que merecen ser comentadas brevemente.

En primer lugar, el texto legal contiene las definiciones de los conceptos utilizados, dado que en algunos casos su significado técnico en esta materia difiere de su uso normal o incluso de su significado técnico en otros ámbitos, como sucede con el término “compensación”. Considerando la especialidad y complejidad técnica de la materia, las definiciones de las expresiones más usadas se suponen de gran utilidad.

Asimismo, como sucede con las instituciones de mayor importancia para el sistema financiero, se establecen normas especiales para la liquidación y quiebra de las cámaras de compensación o entidades de contraparte central, como administradores de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros. En la mayoría de los casos, su liquidación y quiebra sería realizada por el Superintendente de Valores y Seguros o quien éste designe. Tal régimen especial de liquidación y quiebra se configuró tomando como modelo el aplicable a las compañías de seguros.

Considerando que la ley establece que la función de compensación y liquidación es de giro único y exclusivo, para facilitar los cambios que la

actual infraestructura del mercado necesitaría para adaptarse a esta ley, se incluyó un artículo transitorio que permite que aquellas empresas que realicen la función de compensación y liquidación de valores tengan un plazo de quince meses, contados desde la fecha de publicación de la ley, para adecuarse a las nuevas disposiciones.

Por último, es importante notar que la adecuada supervisión del sistema descrito en esta ley presenta un gran desafío para la Superintendencia de Valores y Seguros, la que para cumplir con este rol ha creado una nueva división especializada para asumir estas nuevas responsabilidades.

IV. CONCLUSIONES

La ley sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros viene a suplir un déficit en las estructuras postransaccionales del mercado de valores, detectado por expertos internacionales y compartido por los expertos locales.

Su texto permite contar con los cambios legales y de infraestructura necesarios para que Chile cuente con cámaras de compensación o entidades de contraparte central que cumplan con los mejores estándares internacionales en la materia.

Ello contribuirá, a su vez, a reducir los riesgos inherentes al sistema financiero y aumentar la seguridad del mismo, así como aumentar la eficiencia de su funcionamiento, contribuyendo a mejorar la competitividad internacional del mercado de instrumentos financieros.

CONTROL JUDICIAL DE LA AUTORIDAD FINANCIERA Y SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO

JAIME ARANCIBIA MATTAR

*Profesor de Derecho Administrativo
Universidad de los Andes*

MARCO ANTONIO GONZÁLEZ ITURRIA

*Profesor de Derecho Económico
Universidad de los Andes*

I. INTRODUCCIÓN

El control judicial de las decisiones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) es un pilar fundamental del Estado de Derecho. Permite que terceros independientes a la relación jurídica entre regulador y regulado puedan dirimir en forma imparcial el conflicto por el ejercicio de potestades administrativas de carácter económico, en especial órdenes y sanciones.

En ejercicio de esta función, el juez debe analizar la legalidad y la razonabilidad de la decisión impugnada en razón de diversos principios y preceptos normativos. Así por ejemplo, es preciso verificar que la autoridad tiene el poder expreso para actuar, que su medida es fruto de un debido procedimiento, fundada en hechos probados y estrictamente necesaria para cumplir objetivos regulatorios. Además, el acto, para ser válido, debe respetar el ámbito de atribuciones de otros poderes del Estado –sobre todo en materia de afectación de derechos– y ser proporcionado, no discriminatorio ni retroactivo.

Por regla general, el control de estos elementos no presenta inconvenientes para el juez, pues se trata de exigencias formales establecidas expresamente en el ordenamiento jurídico y por lo tanto de fácil contraste. Sin embargo, esto no ocurre con los objetivos regulatorios, que por no figurar de modo explícito en la ley dificultan seriamente la labor del tribunal y, consecuentemente, la administración de justicia económica. Cuando no existe claridad respecto de los fines de la legislación financiera, toda la regulación se vuelve vacía, aumenta la discrecionalidad interpretativa

de la autoridad *ad infinitum*, y resulta muy arduo para un juez ordinario ponderar la razonabilidad de las medidas según la voluntad del legislador. Además, este escenario deteriora la seguridad jurídica de los agentes del mercado y sus incentivos para invertir, pues quedan a merced de criterios menos democráticos y estables.

Este trabajo plantea la necesidad de reformar la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores, incorporando criterios finalistas que iluminen el actuar de la autoridad financiera. En particular, se proponen algunos objetivos de validez universal que mejoran la calidad del control judicial porque enriquecen el análisis de racionalidad, restauran el adecuado equilibrio de poderes en un régimen republicano y resguardan la seguridad jurídica. Además, se plantea que dicho control jurisdiccional finalista alcanza su mayor realización cuando el órgano administrativo ejerce sus funciones de regulación y fiscalización conforme al modelo de supervisión basada en riesgo (SBR). Éste conlleva ventajas específicas en materia de confianzas legítimas de los agentes del mercado, determinación de responsabilidades, contradictoriedad, economía procedimental y aspectos probatorios.

II. PROBLEMAS DEL CONTROL JUDICIAL BASADO EXCLUSIVAMENTE EN REGLAS

Actualmente, la legislación de valores sólo regula operaciones y confiere autoridad a la SVS para interpretar la ley y sancionar su incumplimiento. Sin embargo, no explicita los objetivos perseguidos por el marco normativo que permitan iluminar el esfuerzo interpretativo y punitivo de dicho órgano. En el ámbito económico anglosajón esta forma de regulación recibe el nombre de *rule-based regulation*, en atención a que se concreta en reglas detalladas pero carentes de orientación finalista y adaptación respecto de los sujetos regulados. Esta realidad afecta negativamente el control judicial de las decisiones de la SVS.

En primer lugar, resulta difícil analizar la razonabilidad de la decisión conforme a la voluntad del legislador porque ésta no existe. El juez se ve imposibilitado de verificar si la actuación administrativa es necesaria, adecuada o proporcionada para el cumplimiento de los objetivos de la ley –requisitos básicos de una actuación legal– simplemente porque tales fines no figuran en el texto normativo. Posiblemente, el magistrado más estudioso accederá al intrincado mundo de la historia de la ley, pero no sin dificultad, pérdida de tiempo e incertidumbre respecto de la representatividad de las opiniones ahí vertidas. En definitiva, con el esquema vigente, el análisis de juridicidad del acto no se extiende a su elemento más importante: consistencia con el fin perseguido por el legislador. Todo queda reducido a adherencias formales, áridas o literales a los preceptos de ley. El juez sólo puede verificar la existencia de competencia legal para

actuar (qué) y el respeto del debido proceso (cómo). Sin embargo, no puede determinar la juridicidad del acto en cuanto a su fin (para qué).

Segundo, la vaguedad del legislador transforma al tribunal en regulador más que en controlador. De hecho, garantiza una amplia discrecionalidad interpretativa para resolver conflictos conforme a criterios de finalidad no previstos en la ley. Incluso el juez podría caer en la tentación de aplicar ciegamente las “originalidades” finalistas del regulador administrativo, lo que en la práctica configura un grave atentado al principio de imparcialidad del juzgador. Un ejemplo patente de esta originalidad es la autodeterminación de la SVS de su misión¹, visión² y objetivos estratégicos³ sin respaldo explícito del marco legal. Además, este cuadro contraviene claramente el equilibrio de poderes y los derechos fundamentales. Cabe recordar que la regulación económica en Chile corresponde privativamente al legislador autorizado y no al órgano judicial (art. 19 N° 21 de la Constitución)⁴.

Tercero, cuando el órgano judicial decide finalmente los objetivos regulatorios frente al silencio legislativo, se afecta gravemente la seguridad jurídica y confianza de los agentes del mercado. Los criterios varían caso a caso sin claridad respecto del marco regulatorio aplicable.

III. CONTROL JUDICIAL BASADO EN REGLAS Y FINES

En razón de lo expuesto, la propuesta de incorporar objetivos regulatorios en la norma legal –conocida en doctrina como *principles-based regulation*– resultaría muy beneficiosa para mejorar la calidad del control jurisdiccional de las decisiones de la SVS. Básicamente, se trata de complementar la existencia de reglas formales y rígidas con instrumentos normativos que otorguen mayor claridad respecto de su finalidad y propósitos⁵.

¹ “Resguardar los derechos de los inversionistas y asegurados para propender al desarrollo de los mercados de valores y seguros a través de una regulación y una fiscalización que facilite el funcionamiento de éstos, de manera confiable y transparente”. En <http://www.svs.cl/sitio/acerca/mision.php>

² Ibid. “Somos una institución de un alto nivel técnico, que contribuye al crecimiento del país promoviendo la eficiencia y transparencia de los mercados de valores y seguros, mediante una regulación de excelencia y una supervisión estricta, con personal de primer nivel comprometido con una organización pública moderna, con alta orientación al cliente y basados en el principio de probidad”.

³ Ibid. “Desarrollar una organización, con personal de excelencia, orientada al servicio del cliente externo e interno. Apoyar el desarrollo de mercado incorporando equilibrio entre regulación y autorregulación. Fortalecer los mecanismos de fiscalización asegurando el cuidado de la fe pública. Fomentar la educación e información al inversionista y al asegurado. Desarrollar normas y estándares que incorporen las exigencias de mercados internacionales”.

⁴ Ver roles 146, 167, 185 del Tribunal Constitucional. Ver Fermandois, Arturo, *Derecho Constitucional Económico*, Tomo I., 2ª ed, 2005, pp. 151-217.

⁵ Véase, en relación con la regulación financiera, el trabajo de Black, Julia, “Which Arrow?: Rule Type and Regulatory Policy”, *Public Law*, UK, 195, 94-117.

Permitiría al juez contrastar la decisión impugnada con criterios finalistas del propio legislador. Así se evitan interpretaciones injustificadas de carácter judicial o administrativo. En la práctica, la incorporación de objetivos regulatorios en la legislación de valores se reduce a tres ideas principales: confianza y conocimiento del sistema financiero (beneficios, riesgos), protección de los consumidores y reducción del crimen financiero. A la luz de estos objetivos, entonces, sería posible de analizar con mayor detalle la racionalidad de las medidas administrativas que tienden a estos objetivos. Por ejemplo, la exigencia dirigida a la empresa de entregar información objetiva, completa y oportuna respecto de sus operaciones; las solicitudes de provisiones de liquidez en situaciones de crisis financiera y los estándares de oferta de productos financieros.

En especial, el juzgamiento basado en objetivos enriquece el control de proporcionalidad de la decisión. En doctrina, un acto regulatorio es proporcionado cuando permite cumplir efectivamente el objetivo público encomendado por el legislador pero del modo menos lesivo para el sujeto afectado. En consecuencia, la evaluación de este atributo exige necesariamente el reconocimiento de tales objetivos por el legislador.

Además, el reconocimiento explícito de principios regulatorios en el orden legal favorecería una distribución de funciones entre los órganos del Estado que es afín al texto constitucional: regulación económica a cargo del legislador exclusivamente. Al controlar la racionalidad del acto regulatorio bajo este esquema, el juez debe necesariamente considerar el fin previsto por el legislador para establecer reglas y preceptos en materia financiera. No puede, por tanto, recurrir a su propia interpretación finalista o simplemente deferir frente a los criterios interpretativos del regulador. Así se protege aún más el principio de reserva legal en materia de regulación de derechos, pues se asegura que la voluntad del legislador es observada no sólo en su letra sino también en su espíritu.

Finalmente, se estima que este modelo de control judicial fortalece la seguridad jurídica de los agentes económicos. La certeza de que las decisiones de la autoridad serán contrastadas con la ley en sus aspectos no sólo formales sino también teleológicos genera confianza en la estabilidad del ordenamiento jurídico y, por ende, en la posibilidad de hacer negocios conforme a reglas claras y objetivas. En otras palabras, la presencia de fines en la ley contribuye al común entendimiento e interpretación de los términos técnicos, lo que deriva en mayores estándares de claridad de la norma y consistencia en su aplicación⁶.

⁶ Cfr. Black, Julia, "Using rules effectively", *Regulation and Deregulation*, Mc Crudder, Christopher (ed.), *Regulation and Deregulation*, Clarendon Press, 1999, 95-121.

IV. CONTROL JUDICIAL Y SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO

Sin perjuicio de lo anterior, la experiencia demuestra que el reconocimiento de objetivos regulatorios no es suficiente para alcanzar el más alto estándar de control judicial del regulador financiero. En realidad, éste se produce cuando el esquema de regulación y supervisión es de carácter preventivo y está basado en el nivel de riesgo de cada empresa. En particular, nos referimos al modelo de supervisión basada en riesgo (SBR) o *institution-based regulation*⁷. Representa un cambio notable de mentalidad en esta área, dado que estimula el trabajo conjunto del regulador y la empresa para prevenir –más que castigar– resultados concretos en base a matrices de riesgo individuales. Implica además una redefinición de los roles de cada uno: la autoridad pasa de mero regulador a socio; y el regulado, de sujeto pasivo de la regulación a protagonista principal del proceso normativo.

Se divide en tres etapas básicas⁸. Primero, la autoridad determina en abstracto los factores de riesgo que pueden afectar los objetivos regulatorios fijados por ley. Luego trabaja coordinadamente con cada empresa para identificar aquellos riesgos inherentes a su actividad y proponer las medidas necesarias para mitigarlos. Por ejemplo, problemas de insolvencia o liquidez en compañías de alto impacto, ausencia de auditorías internas, falta de información sobre un producto, sistema computacional vulnerable a delitos informáticos o manejo deficiente de la base de datos de clientes que facilita el lavado de dinero. Finalmente, la autoridad encarga de fiscalizar el cumplimiento de las medidas de modo focalizado y proporcional al riesgo.

En general, se considera que este modelo de supervisión y regulación es superior al esquema tradicional: a) Es más eficaz en prevenir ilícitos, porque identifica y mitiga los factores de riesgo con anterioridad; b) las sanciones pasan a ser realmente un instrumento de *ultima ratio*, porque son precedidas de un diálogo con el regulador o la adopción de medidas que no impliquen castigo, como la limitación de mayores riesgos o la obligación de aumentar capital. Así además se evita recurrir a la sanción para cumplir objetivos públicos ajenos al castigo o reparación, como la simple fiscalización, la publicidad de nuevos estándares, o la regulación general por la vía del temor; c) la fiscalización es enteramente focalizada en resultados que importan y proporcional al riesgo e impacto externo de cada empresa, lo que permite una mejor utilización de los recursos

⁷ Ver Walsh, John, "Institution-Based Financial Regulation: A Third Paradigm", *Harvard International Law Journal*, Volume 49, Number 2, Summer 2008, 381-412.

⁸ Ver el documento explicativo de la autoridad financiera británica: Financial Services Authority, "The FSA's risk-assessment Framework", August 2006. También, "Principles-based regulation: focusing on the outcomes that matter", abril 2007. Disponibles en el sitio web de la entidad. <http://www.fsa.gov.uk/>

públicos y una injerencia estatal en los negocios estrictamente necesaria; d) conlleva una mayor responsabilidad del regulador, puesto que el ilícito podría significar falta de fiscalización de un riesgo ya conocido; e) otorga un mayor espacio para la autorregulación o códigos de ética, a nivel individual y colectivo, dado que los agentes del mercado participan activamente en la identificación de su matriz de riesgo y en la propuesta de políticas y procedimientos de mitigación.

En especial, el modelo de supervisión basado en riesgo mejora el control jurisdiccional de decisiones regulatorias. Cabe mencionar al menos dos aspectos fundamentales.

En primer lugar, el trabajo conjunto del regulador y el agente económico para identificar y superar riesgos de ilegalidad aumenta el grado de compromiso y responsabilidad de ambos frente al juez. En la práctica, las decisiones obedecen a acuerdos de carácter cuasicontractual que no permiten alegar ignorancia, sorpresa o inseguridad jurídica a ninguna de las partes. Incluso, la interpretación de las normas técnicas es compartida, lo que facilita el esfuerzo analítico del juez.

Consecuencialmente, se reducen numéricamente las sanciones y las acciones judiciales en contra de la autoridad. Además, disminuyen las demandas por cambios bruscos de criterio del órgano que frustren las expectativas legítimas o faltas al debido proceso por no haber sido previamente oídos. La sola participación del agente económico en la adopción de medidas mitigadoras de riesgo permite cuestionar estas alegaciones. En definitiva, más allá de todo esfuerzo legal, la comunidad de acuerdos y entendimientos entre regulador y regulado es la más poderosa fuente de certidumbre en el ámbito financiero, y la SBR su mejor exponente metodológico.

Segundo, la metodología propia de la SBR asegura un mejor conocimiento de la posición de las partes previa al juicio. Al controlar el acto, el juez podrá acceder al historial de la relación entre el la autoridad financiera y el regulado. Conocerá de primera fuente la interpretación de la ley que sustentaron las partes, el procedimiento de fijación de la matriz de riesgo y las medidas adoptadas para evitar ilícitos. Podrá calibrar finamente el incumplimiento de la ley imputado al regulado y el grado de dolo o culpa que le cabe en los hechos. De esta forma, reducirá además las hipótesis de decisión conforme a meras presunciones o evidencia indirecta. Es, en definitiva, información valiosa para determinar responsabilidades y asegurar economía procedimental en materia probatoria.

Las ventajas descritas constituyen un peldaño superior en la escala del control judicial de regulaciones financieras. Suponen un régimen normativo basado en criterios finalistas, pero lo complementan con una metodología de trabajo preventivo y conjunto (regulador/empresa) que distribuye mejor las responsabilidades, reduce el número de impugnaciones y facilita la prueba de los elementos de juicio.

