

Santiago, 29 de septiembre de 2009.

El Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores y Comité de Autorregulación de la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores (en adelante, el “Comité”), pone a disposición de los directorios de las bolsas, de los corredores de bolsa y del público, el informe “Riesgos Sistémicos del Mercado Chileno de Corredoras. Diagnóstico y Propuestas”, elaborado por los profesores Jorge Tarziján Martabit y Salvador Zurita Lillo.

El informe fue encargado por el Comité con el objeto de determinar las materias en que sea necesario o conveniente introducir modificaciones regulatorias u organizacionales a la luz de una mirada experta e independiente sobre los riesgos sistémicos del mercado bursátil chileno.

En su elaboración, los señores Jorge Tarziján Martabit y Salvador Zurita Lillo entrevistaron a distintas autoridades y agentes del mercado, cuya colaboración el Comité agradece.

A continuación se presentan los comentarios del Comité a las principales medidas propuestas en ese estudio:

a) Estructura de la autorregulación en el mercado bursátil

Se propone en el estudio la creación de un Comité de Autorregulación de las Bolsas de Valores, dotado de atribuciones de regulación, fiscalización y sanción, con posibilidad de apelación a una instancia superior. A juicio de los profesores Tarziján y Zurita, este nuevo organismo debiera ser inicialmente una filial de las bolsas, aunque independiente de la administración de las mismas, y constituirse en el mediano plazo como una institución autónoma<sup>1</sup>.

Este Comité estima que la implementación de la medida propuesta sería beneficiosa para el mercado bursátil, en cuanto supondría separar el gobierno y gestión de las bolsas de las funciones regulatorias, de fiscalización y sancionatorias. Coincide, por otra parte, con lo expuesto en el informe en cuanto a la inconveniencia de limitar las facultades de un órgano de autorregulación a la regulación y fiscalización<sup>2</sup>, pues las facultades sancionatorias constituyen un complemento necesario de la fiscalización,

<sup>1</sup> Resumen ejecutivo, letra a), p. 47, y sección 3.4.1, pp. 39-43.

<sup>2</sup> Sección 5.5, pp. 50-54

al tiempo que permiten detectar las necesidades regulatorias a partir de casos concretos.

Con todo, la creación de un órgano como el propuesto supone una modificación estructural que escapa al actual esquema de funcionamiento y capacidades del Comité, y que requiere de modificaciones legales. El Comité estima conveniente que ese desafío sea asumido por las propias bolsas y la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta iniciativa, que el Comité estima apropiada, exigiría coordinar un acuerdo público-privado mediante el cual se defina la institucionalidad de un nuevo esquema de autorregulación para el mercado bursátil. En particular, la propuesta supone definir la organización, funciones y responsabilidades del órgano al que corresponda ejercer esas funciones, así como la debida delimitación del ámbito de competencias de este órgano y de la Superintendencia de Valores y Seguros.

b) Información respecto de sociedades relacionadas no reguladas

La propuesta del estudio consiste en establecer la obligación de informar las operaciones de las sociedades relacionadas a las corredoras, y a mediano plazo, la consolidación de la información financiera de las corredoras con la de sus empresas relacionadas, de modo de evitar el arbitraje regulatorio que resulta de una fiscalización más exigente en las sociedades reguladas<sup>3</sup>.

El Comité coincide con lo expuesto en el informe en cuanto a que la realización de operaciones mediante sociedades no reguladas relacionadas al corredor puede afectar la confianza de quienes suponen contratar con una entidad regulada, y por otra parte, se puede generar un riesgo oculto de solvencia del conglomerado financiero que podría afectar sorpresivamente al negocio regulado.

El riesgo que supone para la confianza del público la operación a través de sociedades no reguladas, ya había sido abordado por este Comité al establecerse que los deberes fiduciarios a que están sometidos los corredores de bolsa se extienden a las sociedades que forman parte del conglomerado financiero del corredor y operan bajo la misma razón social o estructura empresarial<sup>4</sup>.

En cuanto a los riesgos de solvencia que supone para el negocio regulado la actividad de sociedades relacionadas no reguladas, el Comité estima conveniente establecer los deberes de información recomendados en el estudio.

Sin perjuicio de las medidas anteriormente señaladas y de otras que puedan instrumentarse, el Comité estima conveniente una reforma legal o reglamentaria que

---

<sup>3</sup> Resumen ejecutivo, letra b), p. 47, y sección 3.2.1, pp. 31-33.

<sup>4</sup> Circular N°1, y sentencia dictada en el caso “Marco Antonio Cerda San Martín con Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa”.

permita la fiscalización de las actividades ejercidas por sociedades no reguladas en la medida que afecte el negocio regulado. Normas de ese tipo permitirían evitar, asimismo, el arbitraje regulatorio.

c) Indicadores financieros de los corredores

Se propone en el estudio el mejoramiento de los indicadores de solvencia, para tomar en cuenta el riesgo del negocio que está siendo respaldado por el patrimonio<sup>5</sup>.

El Comité hace suya la medida propuesta, para que los indicadores reflejen adecuadamente el riesgo de cada área de negocio, y el de las transacciones con partes relacionadas.

d) Custodia de valores

El estudio propone exigir la cuadratura diaria de la custodia de terceros, con la posibilidad de que el cliente inversionista pueda ver su cartera en línea en una cuenta personal en el Depósito Central de Valores, o bien a través de la página *web* del propio corredor. Esto requiere, según lo expuesto, la obligación de mantener la custodia de terceros en cuentas de terceros (y no en cartera propia ni de relacionados), y de mantener la custodia en el Depósito Central de Valores o un custodio similar<sup>6</sup>.

El Comité coincide con la conveniencia de separar las cuentas que mantiene el corredor en el Depósito Central de Valores entre cartera propia, cartera de personas relacionadas y cartera de terceros, medida recientemente implementada por la Superintendencia de Valores y Seguros mediante Circular N°1930 de 31 de julio de 2009, aun cuando tal medida no habría evitado los fraudes que se han conocido en el último tiempo.

Por lo tanto, el Comité estima necesario implementar medidas adicionales que en conjunto permitan disminuir la probabilidad de fraudes en el uso de custodias. Una información desagregada, accesible al cliente, respecto de los valores que efectivamente están actualmente registrados a su nombre en el Depósito Central de Valores, podría ser una medida complementaria que contribuya a este fin. A juicio del Comité, resulta conveniente establecer la obligatoriedad de la desagregación de la información en el Depósito Central de Valores, a menos que el cliente, por razones de confianza o privacidad, exprese lo contrario.

Sin perjuicio de los deberes de información que el corredor deba convenir con el Depósito Central de Valores, el Comité estima inconveniente que exista una relación contractual directa entre el cliente y esa institución, tanto porque podría privar de

---

<sup>5</sup> Resumen ejecutivo, letra c), p. 47, y sección 3.2.2, pp. 34-35.

<sup>6</sup> Resumen ejecutivo, letra d), p. 47, y sección 3.1.1, pp. 25-28.

agilidad al mercado, como por las ventajas que tiene el corredor para hacer valer los derechos que se siguen a favor del cliente.

Por otra parte, de la información recogida por el Comité y lo expresado en el estudio de los señores Tarziján y Zurita<sup>7</sup> se puede inferir que actualmente existe un uso de valores en custodia por parte de los corredores, para cubrir los déficits producidos por el desfase horario entre la liquidación de las operaciones con las Administradoras de Fondos de Pensiones, la liquidación de las operaciones con el extranjero y la de las operaciones de los corredores entre sí. Este desfase y uso de custodias supone en definitiva la transferencia del riesgo de incumplimiento desde las Administradoras de Fondos de Pensiones hacia las corredoras y, por extensión, a sus clientes. A juicio del Comité, junto con formalizarse este uso de custodias, se debieron adoptar por las bolsas, o bien de manera coordinada entre la Superintendencia de Valores y Seguros y la Superintendencia de Pensiones, las medidas necesarias para evitar esta situación.

Por último, el Comité estima que en materia de custodias es conveniente establecer el deber del corredor de informar a sus clientes acerca de la manera como se ejercen los derechos a voto que los clientes delegan en el corredor para la elección de directores.

e) Préstamo de valores

Se propone en el estudio la formalización del mercado de préstamo de valores<sup>8</sup>.

La materia ha sido objeto de propuestas por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros y las bolsas, con las cuales coincide el Comité.

Más allá de las medidas propuestas en el estudio y por la Superintendencia de Valores y Seguros y las bolsas, el Comité considera necesario que se informen debidamente al cliente los riesgos que suponen los contratos de préstamos de valores. En especial, se debe hacer presente al cliente que en virtud de los contratos de préstamo, el cliente pierde la propiedad sobre sus valores, y obtiene sólo un crédito en contra del corredor, que de no existir garantías adicionales se pagará como valista en caso de insolvencia. En esta materia, el Comité estima que los deberes de información del corredor constituyen un caso de aplicación de los deberes que se derivan de la relación entre experto y lego.

f) Estándares de procedimiento

El estudio propone adoptar estándares de procedimientos internos similares a los de mercados más desarrollados, siguiendo a España como un *benchmark* en este aspecto<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Sección 2.1.5, p. 11.

<sup>8</sup> Resumen ejecutivo, letra e), p. 47, y sección 3.1.2, pp. 28-29.

El Comité estima conveniente promover mejoras en dichos estándares, lo que debiera ir unido a una mayor fiscalización de tales procedimientos internos.

g) Clasificación de riesgo

Se propone en el estudio establecer una clasificación de riesgo voluntaria para las corredoras, que entregue información adicional y simplificada a los inversionistas<sup>10</sup>.

El Comité estima que la medida propuesta constituye una solución eficiente y de costos razonables.

h) Sistema de penas a fraudes

Finalmente, se propone en el estudio aumentar las penas en caso de fraudes u otro tipo de delitos por parte de las corredoras<sup>11</sup>.

Aunque la reforma en este punto supone modificaciones legislativas, el Comité estima que el sistema de penas y multas debe ser un desincentivo suficientemente fuerte, bajo el supuesto de que todos los resguardos preventivos del fraude pueden ser esquivados bajo los artilugios de la mala fe.

El Comité recomienda a los directorios de las bolsas implementar, en cuanto sea posible bajo el esquema legal y normativo actualmente vigente, las medidas aquí analizadas. Respecto de aquellas medidas que requieran de modificaciones legales y normativas, el Comité recomienda a los directorios de las bolsas coordinar los acuerdos necesarios con la autoridad para su implementación.

Enrique Barros B.  
Presidente  
Comité de Regulación

Leonidas Montes L.  
Miembro  
Comité de Regulación

Lisandro Serrano S.  
Miembro  
Comité de Regulación

---

<sup>9</sup> Resumen ejecutivo, letra f), p. 47, y sección 3.3, pp. 36-38.

<sup>10</sup> Resumen ejecutivo, letra g), p. 47, y sección 3.4.2, pp. 44-45.

<sup>11</sup> Resumen ejecutivo, letra h), p. 47, y sección 3.4.4, p. 46.