

La respuesta corta es que facilitan la eficiencia del mercado de ahorro-inversión y por lo tanto sirven mucho, pero, como resultado de diversas imperfecciones, demasiados de ellos:

- (a) venden servicios redundantes y
- (b) unos pocos son también un foco de peligro público.

La respuesta larga es la que intentaremos en los párrafos siguientes.

Nos interesará evaluar el rol que cumplen los intermediarios en la provisión de servicios que, siendo en verdad complementarios a sus tareas operativas, afectan especialmente a inversionistas medianos y pequeños.

En particular, revisaremos las funciones de administración de cartera y la asesoría de inversiones, ilustrando imperfecciones de mercado que deberían preocupar tanto a reguladores como a defensores de usuarios. Aunque algunos de los hechos y referencias empíricas citadas corresponden a problemas detectados en mercados de capitales maduros, la pertinencia al medio chileno se hará, esperamos, evidente.

¿Para qué sirven los intermediarios de valores?

*Juan Foxley Rioseco**



* Profesor Magíster en Administración de Empresas, Facultad de Economía y Negocios, Universidad Alberto Hurtado. Consultor Fondo Monetario Internacional

Observatorio Económico

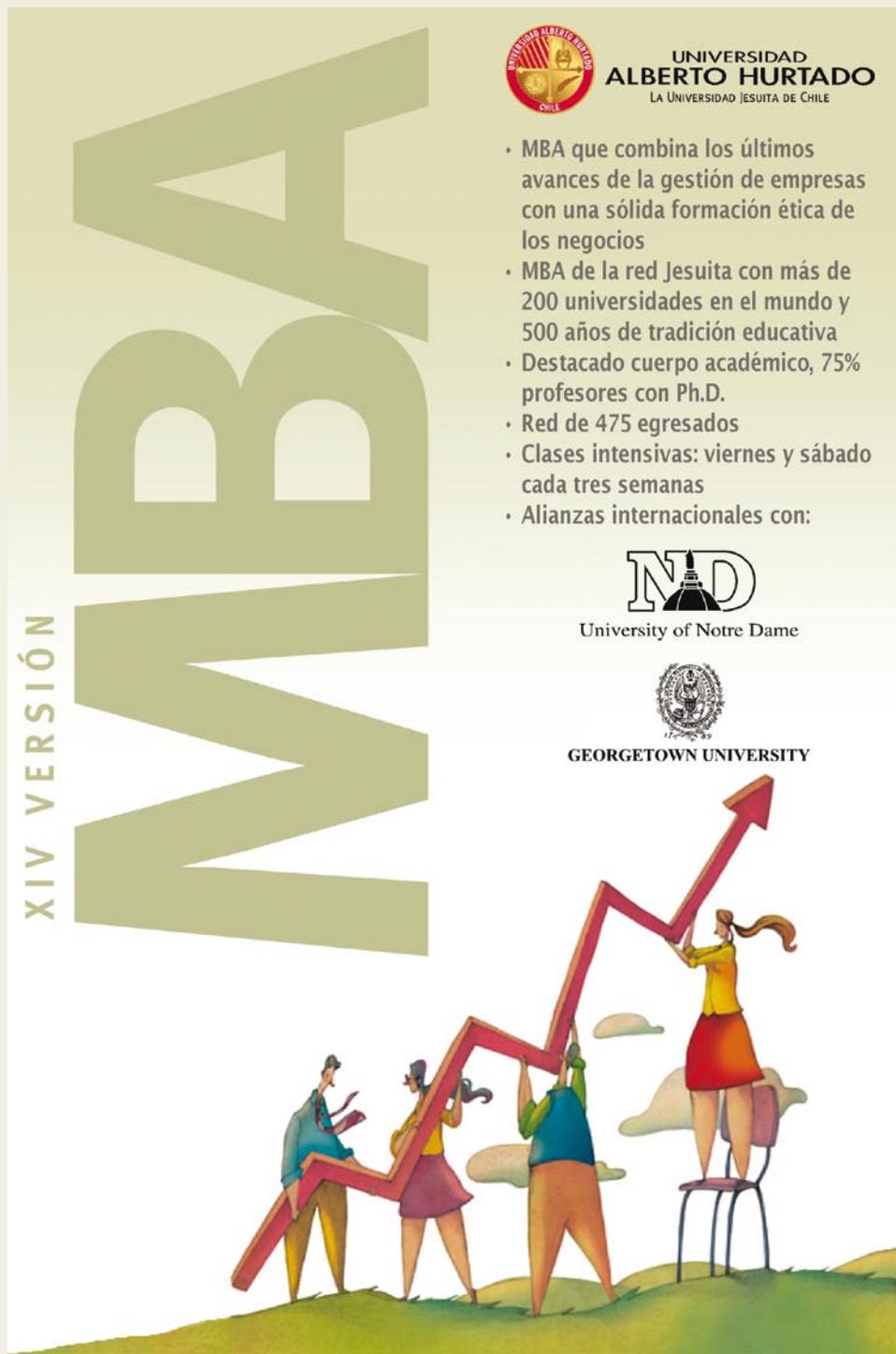
En general, los intermediarios de valores de oferta pública (Corredoras de Bolsa, Agentes de Valores y Administradores de Fondos) pueden servir, entre otras, para cuatro funciones que nos interesa destacar:

- Compra y venta de acciones y bonos, por cuenta propia o de terceros, incluyendo colocación de instrumentos de primera emisión.
- Administración de carteras, tales como fondos mutuos o portafolios hechos a la medida de clientes calificados o inversionistas institucionales.
- Asesoría de inversiones, realizada por analistas que valoran empresas y recomiendan comprar, vender o mantener instrumentos.
- Clasificación de riesgo. Formalmente, la realizan entidades independientes de los intermediarios tradicionales, pero las clasificaciones las pagan los mismos emisores de valores y afectan los flujos de información y precios de mercado.

En todas estas funciones se presentan oportunidades de agregar valor y contribuir a la eficiencia de los mercados, pero también aparece la posibilidad de provocar distorsiones de precio, redundancia de servicios y/o conflictos de interés que pueden herir la fe pública y transferir riqueza de manera poco aceptable.

Como se enunció, los intermediarios financieros cumplen un rol fundamental en la movilización de recursos de ahorro e inversión necesarios para cualquier economía que aspire a crecer. Ellos hacen posible la movilización expedita de recursos desde quienes tienen más excedentes que proyectos y ganas de emprenderlos.

Además, y por simple división del trabajo y ventajas comparativas, la intermediación ayuda a la eficiencia de la economía en general (por ejemplo, disminuyendo costos de transacción).



UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO
LA UNIVERSIDAD JESUITA DE CHILE

- MBA que combina los últimos avances de la gestión de empresas con una sólida formación ética de los negocios
- MBA de la red Jesuita con más de 200 universidades en el mundo y 500 años de tradición educativa
- Destacado cuerpo académico, 75% profesores con Ph.D.
- Red de 475 egresados
- Clases intensivas: viernes y sábado cada tres semanas
- Alianzas internacionales con:

ND
University of Notre Dame

GEORGETOWN UNIVERSITY

Cuando los intermediarios de valores hacen de administradores de cartera o asesores de inversión, también pueden contribuir positivamente. Los administradores de fondos mutuos, por ejemplo, pueden servir para bajar barreras

a la entrada de pequeños ahorrantes, al permitirles acceder a abanicos de diversificación que de otro modo no son económicamente viables cuando los montos de inversión son muy bajos.



A su vez, los analistas bursátiles pueden cumplir un rol social pues, potencialmente al menos, pueden añadir transparencia y profundidad a los mercados de valores.

Así, como lo prueban varios estudios, cuando las corredoras de bolsa producen y diseminan sus estudios para ganar visibilidad como intermediarios competentes, lo que están haciendo de paso es ayudar a mejorar la liquidez y el valor de los títulos¹. Incentivan así la apertura de empresas, la desconcentración de propiedad y la sana diversificación del riesgo.

Del mismo modo, aquellos que clasifican el riesgo, pueden contribuir en la misma dirección al emitir sus *ratings* para emisores y emisiones.

Por último, si además de producir y diseminar información, tanto los analistas como los clasificadores de riesgo son independientes y operan en mercados donde se fiscaliza eficazmente el tráfico de información reservada, cuánto mejor. Desgraciadamente, algunos eventos recientes sugieren lo contrario, como se verá en la sección final.

¿Ganarle al mercado? No, gracias.

El servicio de administración de cartera es una de las funciones más difundidas en la intermediación de valores. La más masiva y notoria es la administración de fondos mutuos.

En Chile existen más de cuatrocientos fondos mutuos, pero decenas de fondos adicionales, de entre los miles de fondos administrados en el exterior² son distribuidos localmente y están disponibles para cualquier ahorrante en Chile.

Por su parte, las AFP y compañías de seguros ofrecen alternativas de ahorro voluntario, relativamente menos líquidas, pero asimilables también al servicio referido.

Dentro de los servicios de administración de cartera, se suele distinguir entre estrategias *activas* y *pasivas*.

Las primeras pretenden y prometen aprovechar los supuestos talentos profesionales o el conocimiento especializado del intermediario, para vender caro y comprar barato. El resultado buscado y ofrecido -aunque por cierto sin ninguna garantía de cumplimiento- es, en lengua común, ganarle al mercado (en lengua técnica, *maximizar el alfa*), beneficio por el cual los inversionistas estarían dispuestos a remunerar al gestor.

La segunda estrategia, denominada pasiva o indexada, consiste en elegir carteras que repliquen un índice de mercado (tal como el S&P 500, el IPSA, el EMBI o los MSCI). A diferencia de la estrategia *activa*, la rotación es muy baja y se compra o se vende solo para actualizar las ponderaciones de dichos referentes.



Una pregunta obvia entonces es qué ofrecen los administradores de estrategias activas a cambio de mayores comisiones a todo evento. ¿La verdad? No mucho.



El camino *pasivo* puede recorrerse acompañado de un administrador o, directamente, replicando las actualizaciones del índice que se quiera seguir. En el caso de operar en mercados fuera de Chile, se pueden comprar cuotas

¹ Ver, por ejemplo, Amihud Y. y H. Mendelson (2000): "The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital", Journal of Applied Corporate Finance; y Brennan, M. y A. Subrahmanyam (1996): "Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns", Journal of Financial Economics.

² Sólo en EE.UU., y sólo en diciembre de 2007, existían 8.017 fondos mutuos, 1.970 de ellos dedicados a carteras de bonos.

EXCELENCIA ACADÉMICA
en Ingeniería Comercial

1^a
en profesores
con postgrado

1^a
en profesores
que investigan

4^o
mejor puntaje para
Ing. Comercial entre
Universidades Privadas

Revista Qué Pasa, Noviembre de 2007.

Entre Universidades Privadas.
Fuente Ministerio de Educación.



de fondos mutuos en bolsa (Exchange Traded Funds, ETFs) o pagar módicas comisiones a un administrador por seguir un índice a través de un portafolio de baja rotación.

Se espera que la rotación de activos en la estrategia *pasiva* sea relativamente baja, resultando en costos para el usuario ostensiblemente menores.

Los gestores *activos* costean además la recompensa a sus presuntas habilidades, las comisiones de bolsa por las frecuentes compra-ventas y los variados pagos a redes de distribución y publicidad.

Un administrador activo cobra en comisiones³, fuera de gastos de custodia y otros, alrededor de cuatro veces más que un administrador *pasivo*⁴.

En Chile, los administradores de fondos mutuos accionarios se parecen, respecto al cobro de comisiones, a un estratega activo, mientras las alternativa de ahorro voluntario (previsional y no-previsional) ofrecidas por los multifondos en las AFP, se asimila a la administración *pasiva*⁵.

Una pregunta obvia entonces es qué ofrecen los administradores de estrategias *activas* a cambio de mayores comisiones a todo evento.

¿La verdad? No mucho.

De acuerdo a la abundante evidencia econométrica disponible (ver parte de ella en el Cuadro 1), los servicios de administración *activa* son en general redundantes y no existen gestores que muestren hacerlo persistentemente mejor que el promedio de mercado.

Cuadro 1 / ¿Vale la pena pagar a expertos para derrotar a los índices?

Renta fija

- Ding, Du; Zhaodan Huang y Peter J. Blanchfield (2005): "Mutual Fund Managers do have managerial skills: Evidence from Mutual Fund performance". Journal of Economic Literature G23.

Los autores examinan el rendimiento de fondos de bonos y hallan que, en períodos cortos, los administradores sí contribuyen a mejorar retornos, pero las ganancias extras son compensadas por el cobro de comisiones, con lo cual los inversionistas no obtienen ningún beneficio de la estrategia activa.

- Blake, Christopher R.; Edwin J. Elton y Martin J. Gruber (1993): "The Performance of Bond Mutual Funds," Journal of Business

Los autores estudian 361 fondos mutuos de renta fija desde 1977, y encuentran que los fondos manejados activamente rinden en promedio 85 puntos anuales menos que los indexados.

Renta variable

- Carhart, Mark (1997): "On Persistence in Mutual Fund Performance" Journal of Finance. **Esta investigación se ocupa de 1.892 fondos existentes en cualquier período entre 1961-93, y halla que, una vez controlando por diferencias de estilo (tamaño de empresa, valor versus crecimiento), el rendimiento es un 1.8 % anual menor respecto de los índices relevantes.**

- Elton, Edwin; Martin Gruber, Sanjiv Das, y Matthew Hlavka (1993): "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios". Review of Financial Studies.

Los responsables analizan 143 fondos existentes entre 1965 y 1984 para concluir que rinden 159 puntos base (1.59 %) menos cada año respecto de los respectivos índices; ningún fondo que generó retorno extra fue estadísticamente significativo.

General

- Malkiel, Burton G. (2007): "A Random Walk Down Wall Street: The time-tested strategy for successful investing". Norton Princeton.

En los últimos 30 años más de dos tercios de los administradores de fondos mutuos han rentado menos que el promedio relevante de mercado. "Un chimpancé con la vista vendada que lance dardos a una página del Wall Street Journal, podría generar una cartera tan buena como una administrada por un profesional promedio".

- La mayoría de los estudios dan cuenta, además, de la validez de un sesgo de sobrevivencia. Según éste, **la menor rentabilidad de los estrategas activos estaría subestimada**, pues desaparecen de la muestra aquellos fondos que lo han hecho peor. Por lo tanto, el caso en favor de los estrategas pasivos sería más robusto que el indicado.

³ Una medida comprensiva del costo total es el cociente de gastos (*expenses ratio*), que incluye todos los gastos de administración como porcentaje del valor del fondo. Parte importante de los gastos son las comisiones, pero hay otros, como custodia y generales. Dicho coeficiente se produce y publica en mercados desarrollados (ver por ejemplo, www.morningstar.com) y no hay razón para no hacerlo en Chile.

⁴ Típicamente, un fondo mutuo accionario activo cobra en comisiones alrededor de 1,6 por ciento anual, porcentaje que varía de acuerdo a la liquidez de los papeles que conforman la cartera y que en algunos casos puede cobrarse como pago único (*up-front*) y en otros pocos puede sumarse a un premio por *performance*. En Chile, las comisiones son en general más altas, sea porque deben remunerar la sub-distribución local cuando se trata de fondos internacionales o, probablemente, por simple falta de competencia. Cuando se trata de fondos con acciones nacionales, las comisiones pueden llegar a más de 6,2 por ciento anual.

⁵ En rigor, las AFP no ofrecen fondos indexados aunque su administración se caracteriza por:

a) Rotación relativamente baja;

b) Comisiones bajas, que llegan a cero para cuentas de ahorro voluntario no-previsional y;

c) Carteras que se componen siguiendo las pautas de la normativa legal con grados de maniobra acotados por la Superintendencia.

Las AFP no están libres del pago de comisiones cuando compran cuotas de fondos mutuos internacionales, pero cargan dichas comisiones al fondo de pensiones, no a la administradora. Estas comisiones son menores a las que enfrenta un inversionista individual en un fondo activo porque las AFP tienen acceso a clases especiales de fondos mutuos, que exigen elevados montos mínimos y son algo más baratas de administrar.

Todas las características mencionadas hacen que las cuentas de ahorro en las AFP sean asimilables a una alternativa pasiva.

Dicha evidencia es consistente con un simple dato descriptivo: entre los años 1980 y 2005, el S&P 500 rindió 12.5% promedio anual, mientras en el mismo período un fondo accionario en EE.UU. rentó en promedio 10%. Peor aún: el inversionista promedio solo obtuvo un 7.3% debido a la habitual tendencia de comprar en la cresta de la ola⁶.

¿Por qué, entonces, los administradores *activos* siguen recibiendo cierta aceptación?

Sin pretender una respuesta acabada que excede los límites de este artículo, parte de la explicación estaría en el sistema de distribución de los fondos pasivos o indexados. En particular, las comisiones cobradas por los fondos indexados no dejan mayor margen para remunerar fuerza de venta ni publicidad. Entonces, sin las redes de distribución de los grandes bancos de inversión y sin prometer mejores retornos que el mercado, la penetración de los fondos pasivos enfrenta una cierta desventaja, especialmente si, como en Chile, los costos de administración (*all-in*) no están calculados ni disponibles (ver nota a pie 3, anterior).

De todas formas, vale la pena destacar que las estrategias pasivas han ido ganando terreno en el mundo, incluyendo Chile.

Por ejemplo, como se ve en el Cuadro 2, los ETFs antes mencionados más que se triplican en el último año. A su vez, en Chile, los saldos en ahorro voluntario en AFP, asimilables a una estrategia de inversión pasiva y barata, aumentaron más de 40 por ciento nominal durante 2007, una tasa menos espectacular pero indicativa de la importancia que los inversionistas estarían dando a diversificar sus inversiones siguiendo el patrón de un índice acotado más que apuestas o promesas de administradores de fondos.

Así, los inversionistas que no requieren mantener reservas de liquidez alta⁷, estarían privilegiando ahorrar voluntariamente a través de las AFP también como una forma de aprovechar las ventajas de costo, especialmente respecto a fondos accionarios chilenos que son los más caros. De paso, la utilización de la alternativa de multifondos permite ahorrar siguiendo pasivamente una cartera balanceada que se puede elegir según la individual tolerancia al riesgo.⁸



...entre los años 1980 y 2005, el S&P 500 rindió 12.5% promedio anual, mientras en el mismo período un fondo accionario en EE.UU. rentó en promedio 10%. Peor aún: el inversionista promedio solo obtuvo un 7.3% debido a la habitual tendencia de comprar en la cresta de la ola.



Cuadro 2 / Crece la aceptación de estrategias pasivas de inversión

EE.UU. / Exchange-traded funds (millones de acciones transadas en NASDAQ).

Enero 2008	Enero 2007
29,293	9,381

Chile / Ahorro voluntario en AFP (saldo en miles de millones de pesos a fin de cada año en Fondo A).

2007	2006
329.003	233.616

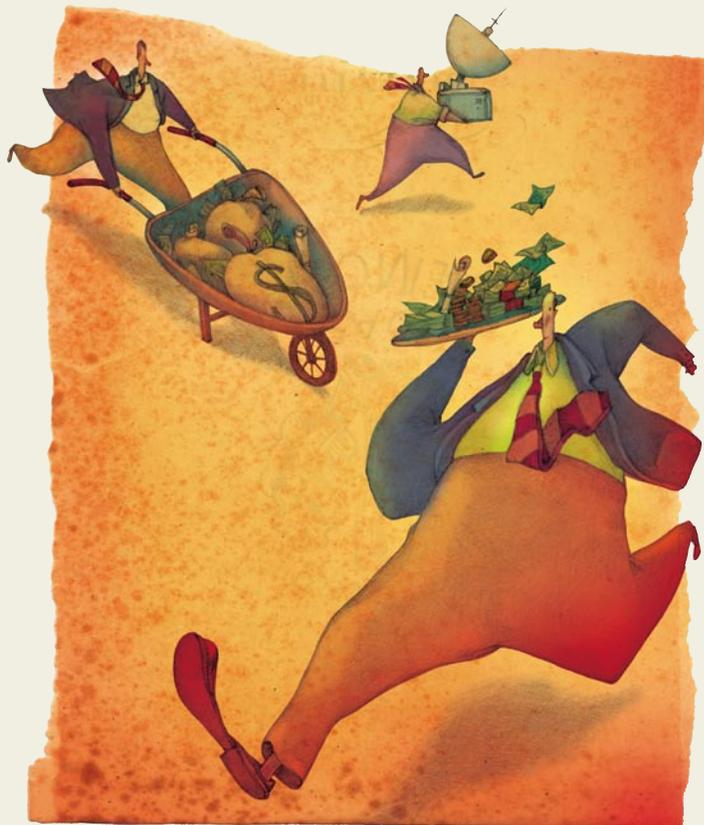
Fuente: NASDAQ; Superintendencia de AFP

⁶ Según datos del Bogle Center for Investment Research, 2007 (http://www.vanguard.com/bogle_site/bogle_home.html).

⁷ En Chile, los fondos mutuos de muy corto plazo, compuestos por instrumentos de renta fija, fácilmente liquidables en moneda local, siguen siendo una eficaz herramienta de manejo de la liquidez de empresas y personas, comparable a los pactos de retro-venta (*reverse-repos*) también disponibles desde hace décadas.

⁸ Comprar un índice IPSA y renovar los contratos al vencimiento sería una forma alternativa y mucho más directa de adquirir una cartera diversificada, sin tener que pagar servicios de un administrador "activo". En Chile está permitido operar en contratos de futuros sobre el IPSA. Desafortunadamente, el desarrollo del mercado de contratos spot y futuros sobre el IPSA, depende de la disposición a participar de las AFP, las que no operan en estos instrumentos desde 1994, probablemente porque, debido a su tamaño, pueden replicar el mismo índice a bajo costo, y estacionar sus posiciones allí, tal como lo haría un administrador pasivo.

Analistas bajo conflictos de interés



El caso de los analistas bursátiles y clasificadores de riesgo es también uno donde los servicios de intermediación de valores sufren cuestionamientos.

En el caso chileno destaca la profusión de predicciones fallidas sobre resultados de empresas, junto con cierto hábito de hacer apuestas sobre el rendimiento futuro de acciones individuales. Del primero ha dado cuenta la prensa financiera en distintas ocasiones; las proyecciones han errado de manera ostensible dentro de períodos relativamente cortos⁹.

Aparte, no deja de ser curioso que especialmente en tiempos de mayor volatilidad, la mayoría de los analistas insista en la necesidad de ser *selectivo*.

Como señalamos en otro artículo¹⁰, los analistas deberían mejorar su aproximación profesional a ciertos temas. Una forma de hacerlo es entender bien por qué la respuesta es NO para las tres preguntas siguientes:

- ¿Tienen los expertos más y mejor información que la que ya contienen los precios?
- ¿Podrían los lectores de informes beneficiarse del uso de las recomendaciones?
- ¿Es mejor que diversificar apostar dos o tres fichas en base al dato?

Por cierto, es difícil que la supuesta habilidad de los analistas para detectar una acción subvalorada beneficie a los

clientes. Por definición, ninguna ganga se puede sostener como tal cuando los estudios de empresas se hacen para ser publicados: un inversionista normal nunca transará antes que quienes están más próximos a la producción de informes.

Por lo demás, la recomendación de selectividad suele encerrar un grueso error conceptual. ¿Quién dijo que cuando existe mayor volatilidad hay que concentrarse en un puñado de promesas ganadoras? Todo lo contrario. Desde hace 45 años, la literatura básica en finanzas nos enseña que la diversificación entre papeles independientes, y no la concentración selectiva, es la principal herramienta de mitigación de riesgo. Justo en el día en que entregábamos el borrador de este número de *Observatorio Económico* la prensa especializada destacaba una vez más sorprendentes -aunque no infrecuentes- declaraciones de un analista que recomendaba ser selectivo en tiempos de incertidumbre¹¹.



En el caso chileno llama la atención la profusión de predicciones fallidas sobre resultados de empresas, junto con cierto hábito de hacer apuestas sobre el rendimiento futuro de acciones individuales.



⁹ Ver, por ejemplo, El Mercurio del 7 de mayo de 2007: muestra errores de predicción de entre menos 69 y más 84 por ciento en los resultados trimestrales de las empresas, realizados por los analistas de las mayores corredoras de bolsa.

¹⁰ Revista Capital, Nov. 15-30, 2007

¹¹ Diario Financiero, 10 de marzo 2008, "La volatilidad llegó para quedarse y hay que ser muy selectivo". Retomamos el tema en una columna del Blog de nuestra Facultad y en otra publicada en Revista Capital: "Huevos y canastas ¿A alguien le suena?". Segunda quincena de marzo 2008.

Por otra parte, es importante observar que la labor de los analistas, así como puede contribuir positivamente al desarrollo del mercado, como se señaló al comienzo de este artículo, puede también ser fuente de peligrosos conflictos de interés.

En el caso de EE.UU., el conflicto de interés entre recomendar acciones y transarlas para beneficio propio fue resuelto drásticamente a partir de la demanda interpuesta por un ex Fiscal de Nueva York en defensa de cientos de inversionistas bursátiles. El acuerdo que resultó de la demanda interpuesta en 2002 obligó a diez grandes bancos de inversión a separarse totalmente de sus departamentos de estudios pero, además, los obligó a pagar un total de 1.400 millones de dólares en multas y compensaciones a los afectados por comprar acciones a precios previamente inflados por los analistas.

Siempre en el ámbito de los conflictos de interés en la producción de recomendaciones bursátiles, otro estudio reveló la falta de independencia de los analistas respecto de los ejecutivos de las compañías analizadas.¹² Dicho estudio, basado en un sondeo realizado a 1.800 analistas y cientos de ejecutivos entre los años 2001 y 2003, reveló que un 63 por ciento de quienes producían los informes recibía favores de los ejecutivos a un promedio de tres favores por persona en periodos que van entre un mes y un año¹³. Los analistas que reciben dos favores mostraron un 50 por ciento menos posibilidades de degradar una compañía tras bajos resultados en el mercado.

Hoy día, en el mismo Estado norteamericano, el fiscal Cuomo persigue compensaciones análogas por los supuestos daños ocasionados a partir de las clasificaciones de riesgo emitidas

por las agencias Standard and Poor's y Moody's. Estas últimas correspondieron a la producción y publicación de *ratings*, usualmente pagados por los mismos emisores de instrumentos, y que han mostrado riesgos de crédito sustancialmente mayores a los determinados por dichas agencias, todo dentro del contexto de lo que hoy se llama *crisis de las hipotecas sub-prime*.

La trampa de la autorregulación

En materia de conflictos de interés se han observado reacciones paliativas de los propios intermediarios.

Así en EE.UU., aparte de las señaladas más arriba, las propias agencias clasificadoras han dispuesto medidas que persiguen recuperar la confianza del mercado a través de fortalecer la supervisión interna de los analistas. Por ejemplo, los *ratings* hechos por un analista que deje una clasificadora para trabajar en una compañía emisora de un bono, serán objeto de revisión adicional. En el caso de S&P se estableció el cargo de *ombudsman* para resolver conflictos de interés, comparable de cierta manera al reciente anuncio de la Bolsa Electrónica de Chile respecto de crear un Defensor del Inversionista y, en una dirección similar, a las nuevas normas de autorregulación dispuestas por la Bolsa de Comercio de Santiago.¹⁴

No obstante los paliativos señalados, es importante tener presente que la autorregulación de nada sirve si no se fiscaliza ni sanciona el incumplimiento; en ninguno de los casos se explicita la manera de fiscalizar ni las sanciones al incumplimiento.

En esta materia, resulta pertinente mencionar como posible ejemplo a seguir el de la FINRA -Financial Industry Regu-

latory Authority- el poderoso regulador no-gubernamental de la industria financiera de los EEUU.

La FINRA, aparte de la U.S. Securities and Exchange Commission, supervisa desde 2007 a más de 5000 intermediarios de valores y es el principal autorregulador de la industria. Es destacable que utilice variadas posibilidades de coerción -desde multas con valores graduados y pre-establecidos, hasta la expulsión de la industria-, todo con miras a la protección del inversionista, la mantención de la fe pública y, por cierto, el cuidado de su propia reputación.

En cambio, la autorregulación basada en meros códigos de conducta parece destinada a la misma suerte de los monos vestidos de seda.

Así lo demostró, por ejemplo, un interesante trabajo sobre uso de información privilegiada¹⁵ al establecer que las normas no sirven al desarrollo del mercado si, por buenas que sean, no se fiscalizan y sancionan.

“

...es difícil que la supuesta habilidad de los analistas para detectar una acción subvalorada beneficie a los clientes. Por definición, ninguna ganga se puede sostener como tal cuando los estudios de empresas se hacen para ser publicados.

”

¹² Westphal, James y M. Clement: "Cosy Relations between Chiefs and Analysts". Citado en Financial Times, 26 de julio de 2007.

¹³ Los favores detectados incluyen establecer el contacto entre el analista y un ejecutivo de una compañía rival, ofrecer consejos para sus carreras profesionales, aceptar reunirse con un cliente del analista, ofrecer consejo en asuntos personales, retransmitir información de la industria, recomendar a un analista para un empleo y ayudar al analista a acceder a un club privado.

¹⁴ Ver, Bolsa Electrónica de Chile (2007): "Reglamento Defensor del Inversionista"; Bolsa de Comercio de Santiago (2007): "Recomendación sobre normas de conductas para los Corredores de Bolsa", diciembre 2007.



La autorregulación basada en meros códigos de conducta parece destinada a la misma suerte de los monos vestidos de seda.



La lógica del estudio descansa en el principio de teoría de juegos, según el cual la anticipación de la conducta ajena condiciona la propia, pudiendo así resultar racional para algunos jugadores el burlar las reglas si se espera que el resto las cumpla.

Por cierto, una solución de este tipo no tiene que ver con la ética sino con incentivos concretos. De ser éstos inadecuados -como en el caso de la ausencia de fiscalización o *letra muerta* de las normas- el resultado final es que todos terminan peor. De allí la importante conclusión que origina el título del trabajo mencionado: “Cuando no tener ley es mejor que una buena ley”.

En su aplicación empírica, el trabajo utiliza datos para un panel de 55 países, y halla que el costo de capital empeora (sube) cuando se introducen regulaciones de protección al inversionista que quedan en letra muerta, sea por insuficiente fiscalización, *vista gorda* u otros motivos.

Epílogo

Hemos destacado que la administración de fondos por intermediarios especializados sirve al proceso de ahorro-inversión, especialmente cuando ayuda a mejorar la liquidez de los instrumentos y a bajar el costo de capital de las empresas.

Por otra parte, los intermediarios de valores sirven poco y despiertan legítimas sospechas cuando ofrecen servicios redundantes. Los administradores de fondos se *sobre-venden* cuando prometen, por cierto sin ninguna garantía, hacerlo mejor que el promedio de mercado y beneficiar a sus clientes.

Una regla simple para contratar servicios financieros de asesoría que agreguen valor a un cliente sería remunerar a profesionales independientes en base a honorarios fijos en lugar hacerlo con comisiones por monto administrado o transado. Si esto no es posible, de todos modos la opción por administradores pasivos ha demostrado ser superior a cualquier ilusión de derrotar sistemáticamente al mercado.

La evidencia, recogida en parte por este artículo, parece suficiente para mostrar también que los intermediarios de valores pueden amenazar la fe pública, especialmente cuando producen recomendaciones bursátiles o clasificaciones de riesgo que encierran conflictos de interés no regulados.

Hasta ahora, la respuesta regulatoria en Chile ha confiado totalmente en mecanismos auto-regulatorios, los cuales, a diferencia de lo que ocurre en mercados maduros, no contienen ningún régimen de sanción explícita para los infractores. Hay aquí tarea pendiente en la protección del inversionista.

DIPLOMADO EN GESTIÓN DE LA
INNOVACIÓN
Y LA TECNOLOGÍA

ND
University of Notre Dame

- Doble Título con Notre Dame University de los Estados Unidos
- Clases intensivas viernes y sábado cada tres semanas
- Expertos extranjeros invitados.

Más Información: magarcia@uahurtado.cl · Teléfono: (56 2) 692 0289
www.uahurtado.cl/diplomados

¹⁵ Bhattacharya U. and Daouk H. “When No Law is Better Than a Good Law” (2006), Working Paper Cornell University.