



**CONTRATOS POR DIFERENCIA DENTRO DE LOS MERCADOS DE
CAPITALES Y SU IMPACTO SOBRE LOS INVERSIONISTAS NO
CALIFICADOS EN CHILE.**

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Pablo Moreno Basso

Profesor Guía: Alexis Osses Valenzuela

Santiago

2019

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	01
CAPÍTULO 1	
Qué son los Contratos por diferencia (CFD)	08
1.1 Estructura	09
1.2 Características	10
1.2.1 Apalancamiento	10
1.2.2 Mercados OTC	21
1.3 Riesgos	27
CAPÍTULO 2	
Los Contratos por Diferencia en los mercados de capitales globales	32
CAPÍTULO 3	
Los Contratos por Diferencia según la legislación chilena	42
CAPÍTULO 4	
Los Contratos por Diferencia dentro del Mercado de Capitales en Chile	50
4.1 Empresas de inversiones en CFD establecidas en Chile	50

4.2	Ejecución de órdenes en las firmas de inversiones en CFD en Chile	53
-----	---	----

4.3	Características de los inversores minoristas de CFD en Chile	55
-----	--	----

CAPÍTULO 5

	Primeros pasos para estructurar un marco regulatorio sobre las negociaciones de los Contratos por Diferencia en Chile	63
--	---	----

	CONCLUSIONES	76
--	--------------	----

	BIBLIOGRAFÍA	84
--	--------------	----

	ANEXOS	87
--	--------	----

INTRODUCCIÓN

Los mercados de capitales han experimentado fuertes transformaciones luego de las crisis financieras que se han desarrollado durante el siglo XXI. Las diversas autoridades financieras han establecido programas de control sobre los agentes económicos que componen los mercados de valores y han suscrito mayores regulaciones sobre los procesos de negociación en diversos productos financieros que, junto a los avances de las tecnologías de información, han permitido el desarrollo de servicios de inversiones más eficientes y al alcance de más inversionistas.

Sin embargo, el mayor alcance que han logrado los avances de las tecnologías de información y la constante búsqueda de mejores rentabilidades, coberturas o diversificación sobre los portafolios de inversiones, han permitido que nuevos operadores, que muchas veces no pueden ser categorizados como inversionistas calificados¹, ingresen a los mercados de capitales y se expongan a productos financieros que escapen de su entendimiento, pudiendo perjudicar así sus patrimonios.

¹ CHILE. Ministerio de Hacienda. 1981. Ley 18.045: Mercado de Valores Art. 4 bis f), octubre 1981

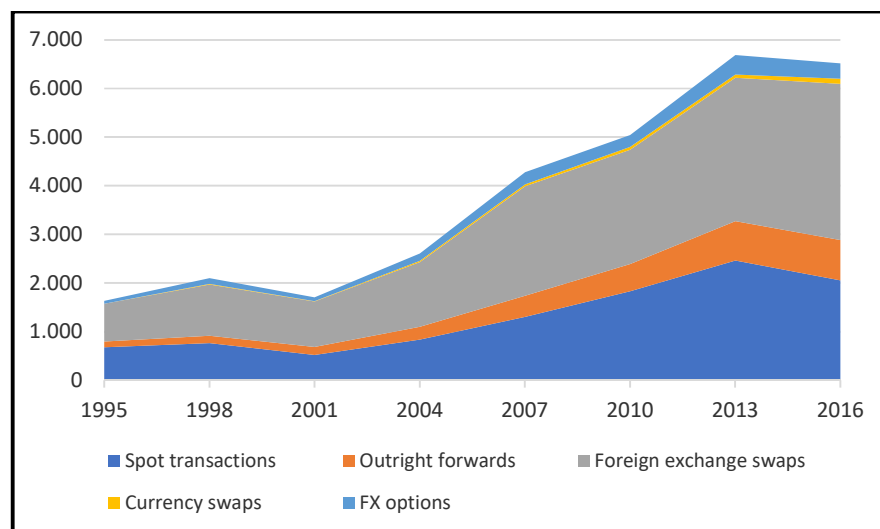
Dentro de esta nueva estructura de los mercados de capitales, un sector que ha logrado captar atención, tanto de autoridades financieras como de potenciales inversionistas, es la industria de los derivados financieros. Especialmente aquellos cuya negociación se realiza en mercados extrabursátiles u Over-the-Counter (OTC). La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en sus siglas en inglés) ha destacado que estos productos financieros carecen de transparencia, dado el carácter privado de su negociación y su compleja red de interdependencias que ha dificultado la determinación de la naturaleza y su nivel de riesgo². Como ha quedado reflejado en las últimas crisis financieras, esas características han incrementado la incertidumbre en momentos de tensión en los mercados y, como consecuencia, ha comprometido la estabilidad financiera. Sin embargo, las constantes mejoras sobre la infraestructura financiera en sus procesos de negociación y una mayor regulación por parte de las diversas autoridades financieras han permitido que su atractivo no decaiga por parte de los diversos inversionistas.

En el gráfico N°1 se puede apreciar el crecimiento que ha experimentado el volumen de negociación en instrumentos financieros basados en el intercambio de tipos de cambios dentro del mercado OTC. Dentro de este sector, los montos diarios de negociaciones han logrado triplicarse en los últimos 20 años

² Reglamento (UE) N°648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

(principalmente apalancadas), pasando de transacciones diarias valoradas en torno a los dos mil millones de dólares americanos en 1995 a superar los seis mil millones de dólares americanos en el año 2016. Solo por comparación, la bolsa de Nueva York (NYSE) presentó un volumen de transacción valorado en 36,6 mil millones de dólares durante todo el año 2016.

Gráfico N°1 Volumen de negociación de instrumento financieros basados en intercambio de divisas en mercados OTC a nivel global. Abril 1995 - 2016 (promedio diario en billones de USD)



Fuente: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department [en línea] <<https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>> [consulta: 20 noviembre 2018]

En los principales mercados de capitales del mundo, podemos observar claras regulaciones sobre una variada gama de instrumentos financieros transados en mercados OTC³, abarcando desde sus condiciones de comercialización, sus estructuras de negociación y los servicios posteriores que prestan las diversas entidades financieras. Estas normativas están constantemente actualizándose con el fin de ir captando los diversos cambios que se desarrollan en sus entornos financieros.

Sin embargo, su masificación ha permitido que inversionistas no calificados presenten una mayor exposición a los riesgos que conllevan esta amplia oferta de complejas estructuras financieras, cuyo mayor alcance está directamente relacionado al desarrollo de las tecnologías de información y menores costos de transacciones (en relación a otros activos presentes en los distintos mercados de valor), siendo esto último uno de los principales enfoques de atención por parte de los distintos agentes económicos. Dentro de este rango, los contratos financieros por diferencia (“Contracts for Differences, CFDs”) ⁴ son un claro ejemplo de la atención normativa que han puesto algunas autoridades financieras

³ Financial Services and Markets Act. 2000, Schedule 2 Regulated Activities Part II Investments

³ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Anexo I Sección C Instrumentos financieros

⁴ AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.

dentro de sus mercados de valores, dado el poco conocimiento que posee este tipo de inversionista sobre sus características y la exposición de sus patrimonios a situaciones de alto riesgo.

El mercado de capitales de Chile no ha estado ajeno a estas tendencias, presentando un constante crecimiento sobre las negociaciones en el mercado extrabursátil durante los últimos años. Si bien los contratos por diferencias han estado presentes en el territorio nacional desde el año 2007, las principales autoridades han mostrado desconocer su campo de acción sobre este producto financiero, a pesar de que en más de una ocasión han hecho referencia al uso de este instrumento financiero dentro del territorio nacional⁵, donde la falta de una definición o valorización de este instrumento ha acotado el actuar de muchas instituciones. Por otra parte, el acceso a negociar este tipo de derivados financieros es bastante fácil, gracias a la alta penetración de Internet dentro de los hogares chilenos (87,4% en el 2017)⁶, permitiendo a los inversionistas acceder a una amplia oferta de empresas que ofrecen este tipo de productos financieros, las cuales pueden no estar reguladas en sus mercados de capitales de origen. El bajo respaldo normativo existente en nuestro país y la complejidad

⁵ BANCO CENTRAL DE CHILE. 2015. Innovaciones en el sistema financiero internacional y su situación a nivel local. Informe de Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2015 (41-42).

⁶ SUBSECRETARÍA DE TELECOMUNICACIONES. 2017. IX Encuesta de Acceso y Usos de Internet [en línea] <<https://www.subtel.gob.cl/estudios/internet-y-sociedad-de-la-informacion/>> [consulta: 03 marzo 2019]

estructural de este derivado financiero deja un importante vacío para un potencial mercado que muestra débiles conocimientos y experiencias financieras⁷.

A través de esta tesis, se buscará internalizar el funcionamiento de los contratos por diferencia dentro del mercado de capitales chileno, con el fin de minimizar los problemas de selección adversa y riesgo moral que están presentes dentro de todos los procesos ligados a este servicio de inversión.

El comenzar por explicar el funcionamiento de este tipo de derivado financiero y sus principales características, es una piedra angular en la presentación de este trabajo, estableciendo sus diferencias y semejanzas con similares instrumentos del mercado de capitales chileno. En segundo lugar, se revisarán algunos marcos regulatorios internacionales presentes en la actualidad, los cuales desarrollan importantes normativas sobre las operaciones en CFD's. Posteriormente, examinaremos las principales regularizaciones y normativas financieras presentes dentro del mercado de capitales de Chile, con el fin de poder definir a los contratos por diferencia como un derivado financiero dentro de sus marcos legales. Dentro de la investigación que se presentará, observaremos el mercado de CFD en Chile, donde podremos identificar aquellas empresas de inversión que

⁷ En el 2015, según cifras entregadas por el SERNAC, un 74,3% de los jóvenes (estudiantes de CFT e IP de jornada diurna) y un 56% de personas mayores (mayores de 60 años jubiladas y que no trabajan) declaró no conocer lo que es un producto financiero.

ofrecen este producto financiero y presentan (a lo menos) una oficina comercial dentro del territorio nacional, junto con intentar describir el perfil del inversionista no calificado chileno que ingresa a operar este producto financiero.

Concluyendo se establecerán los principales focos de atención, que emanan de las diferencias entre las realidades financieras mostradas en esta tesis y que puedan permitir dar los primeros pasos para el desarrollo de este derivado en Chile.

CAPÍTULO 1: ¿QUÉ SON LOS CONTRATOS POR DIFERENCIAS (CFDs)?

Al definir los contratos por diferencias (CFDs) como un derivado financiero, se hace referencia a un instrumento de inversión diseñado de tal manera que su precio teórico (asumiendo una ausencia en costos de transacción⁸) debería igualar al precio de su activo subyacente y, a su vez, entregar una oportunidad al inversionista de tomar un alto leverage (apalancamiento) y una “efectiva” posesión sobre algún instrumento financiero, sin adquirir físicamente este activo⁹.

El inicio de las operaciones de los CFD`s dentro de los mercados de valores se remonta a fines de los años 70, cuando se establecen las primeras firmas en Reino Unido¹⁰. En un comienzo, su oferta solo era dirigida hacia inversionistas institucionales y con sofisticados conocimientos dentro de los mercados financieros. Sin embargo, gracias a un mayor alcance de las tecnologías de información, su popularidad creció sostenidamente durante el tiempo, permitiendo que su alcance llegara inversionistas no calificados en distintas partes del mundo.

⁸ Por ejemplo: BID-ASK Spread; Comisiones; Niveles de compensación sobre la negociación, etc.

⁹ BROWN, C., DARK, J. and DAVIS K. 2010. Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects [en línea] The Journal of Futures Markets. Vol. 30, issue 12 December 2010 <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/fut.20475>> [consulta: 20 de febrero 2019]

¹⁰ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. 2016. Consultation Paper CP 16/40: Enhancing conduct of business rules for firms providing contract for difference products to retail clients. december 2016

1.1 Estructura

La valorización de este instrumento puede estructurarse al igual que un contrato de futuro, cuyo resultado operacional dependerá del diferencial entre el valor apertura del contrato, sujeto a la variación del precio de un activo subyacente (ej. Commodity, Índice Bursátil, Acciones, Forex Exchange, Criptomonedas, entre otros) y su posición efectiva¹¹. Si al finalizar la negociación sobre este instrumento financiero, su precio de mercado es más alta (baja) que su valor de apertura, quien posea una posición larga (venta corta) sobre un CFD`s, obtiene el diferencial como su beneficio operacional.

Desde un punto técnico, manteniendo un escenario libre de costos generales, su estructura financiera puede compararse al obtener arbitrajes a través de contratos a plazo o futuros. La tabla N°1 nos ayudara a ilustrar este escenario, donde se desarrollará el flujo de efectivo dentro de un portafolio de arbitraje, con fecha T-1, involucrando una posición larga sobre un hipotético CFD, que expira en la fecha T, y una posición corta sobre el activo subyacente¹², asumiendo que para el CFD la tasa de interés y la posibilidad de posición corta sea igual que al

¹¹ Se refiere al tipo de negociación (compra o venta) sobre el activo subyacente efectuada a través del instrumento financiero.

¹² BROWN, C., DARK, J. and DAVIS K. 2010. Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects [en línea] The Journal of Futures Markets. Vol. 30, issue 12 December 2010 <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/fut.20475>> [consulta: 20 de febrero 2019]

activo subyacente. La ausencia de arbitraje implica que en el momento T-1 el precio del activo subyacente (S_{T-1}), que para el ejemplo será una acción, y el precio del CFD (P_{T-1}) deberán ser iguales.

Tabla N°1 Flujos de efectivos sobre una oportunidad de arbitraje al posicionarse largo en un CFD y una posición corta sobre el activo subyacente (en este caso, una acción)

	T-1	T
Posición Corta sobre Acción en T-1	$+S_{T-1}$	
Invertir el monto de la Posición Corta	$-S_{T-1}$	$+S_{T-1}(1+r)$
Pago de Dividendos		$-D_T$
Compra y entrega de la Acción en T		$-S_T$
Posición Larga sobre el CFD		
Pago de interés sobre CFD		$-rS_{T-1}$
Recibo de Dividendos		$+D_T$
Liquidación de CFD		$+(S_T - P_{T-1})$
FLUJO DE CAJA NETO	0	$S_{T-1} - P_{T-1}$

1.2 Características

1.2.1 Apalancamiento

A pesar que la bidireccionalidad en la operativa es muy relevante al momento de tomar una decisión de inversión sobre este instrumento financiero, otra característica que es crucial al intentar comprenderlo es la que hace referencia al uso del “apalancamiento” financiero sobre su inversión, que generalmente son más altos en comparación a otros instrumentos presente en los mercados de valores.

Necesitando menor capital para ingresar a negociar sobre las fluctuaciones de la cotización de algún activo subyacente a través de un CFD, permite al inversionista acceder a potenciales beneficios a un menor costo que al ingresar a operar directamente sobre el activo subyacente. Sin embargo, esta mayor cantidad de apalancamiento sobre la inversión solo estará agregando mayor cantidad de deuda sobre la estructura de capital del inversionista. Los márgenes requeridos para operar este tipo de instrumentos financieros, que desde el punto de vista del inversionista es su real inversión al operar a través de los CFD, son establecidas por cada uno de los emisores, cuyas condiciones pueden variar ampliamente entre las firmas.

Dentro del mercado de capitales chileno, los derivados bursátiles que se negocian en la Bolsa de Comercio de Santiago podrán ayudarnos a comprender los efectos de los márgenes requeridos en la operativa de un CFD. Dentro de los activos subyacente que podemos encontrar en los derivados financieros transados en la Bolsa de Comercio de Santiago, se encuentran el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA), el tipo de cambio peso sobre dólar observado, la Unidad de Fomento (UF), el Índice de Cámara de Promedio (ICP) y bonos equivalentes a bonos del Banco Central de Chile y Tesorería General de la República, en unidades de fomento, a tasas de emisión 5% anual y plazos de vencimiento de 4 años y 6 meses (UF-05) y 9 años (UF-10)¹³.

Si utilizamos la estructura del “contrato futuro DÓLAR”, presentado por la Bolsa de Santiago y la CCLV¹⁴, para comparar los efectos del apalancamiento con un CFD sobre mismo activo subyacente¹⁵ (presente en algunas firmas establecidas en territorio nacional¹⁶), obtendremos claras diferencias al momento de evaluar ambos instrumentos financieros, las que podrían ser muy importantes al momento de tomar una decisión de inversión. En la Tabla N°1 se ilustran algunas características estructurales que presentan ambos instrumentos, desde

¹³ Ver Anexo 1

¹⁴ CCLV Contraparte Central, Filial Bolsa de Santiago.

¹⁵ Tarifa Contratos de Futuros de Dólar: Mercados de Futuros (Tarifa de negociación) Bolsa de Santiago (0,0006% + IVA) + Compensación y liquidación de instrumentos derivados, CCLV (0,0014% + IVA).

Tarifa CFD USDCLP: Calculado en pips promedio de la oferta de bróker establecidos en Chile.

¹⁶ Promedios de BID-ASK Spread sobre el tipo de cambio USD/CLP como activo subyacente.

donde es posible percatarse que el tamaño de los contratos y los márgenes requeridos presentan las principales diferencias operacionales.

Para apreciar el efecto del mayor leverage en estos tipos de operativa financiera, supondremos que un inversionista ha decidido contratar una posición larga (1 contrato) sobre el “contrato de futuros DóLAR” y un CFD sobre el tipo de cambio USD/CLP, en base a las expectativas alcista del inversionista sobre la futura cotización del activo subyacente. La apertura de la posición larga sobre el “contrato de futuros DÓLAR” y el CFD realizada en $T = 0$, se establece cuando la cotización activo subyacente se ubica en los \$650,00 pesos chilenos por dólar americano. En $T > 0$, ambas operaciones son cerradas, donde el valor de mercado (al momento del cierre) se encuentra en torno a los \$672,00 pesos chilenos por dólar americano, con lo cual las posiciones largas sobre el contrato de futuros DÓLAR y CFD en tipo de cambio USD/CLP obtuvieron un diferencial positivo en su ejecución ($F_0 = \text{US\$}672,00 > K = \text{US\$}652,00$), sin embargo, reportan una ganancia operacional diferente.

Tabla N°2 Diferencias entre “Contratos Futuros DÓLAR” de la Bolsa de Santiago y un CFD sobre el tipo de cambio USD/CLP en un bróker establecido en territorio nacional.

	<i>Contratos Futuros DÓLAR</i>	<i>CFD (USD/CLP)</i>
--	---------------------------------------	-----------------------------

Horario de Negociación	08:30 – 14:00 hrs	Lunes a jueves, apertura entre 08:40 hasta las 13:45 hrs y 14:45 hasta 17:00 hrs (viernes hasta las 16:00 hrs)
Variación Mínima	0,01 puntos del índice.	0,01 puntos del índice.
Variación Máxima Diaria	4% respecto al precio de cierre del día anterior.	S/I
Tamaño de Contrato	US\$50.000	US\$100.000
Vencimiento	3 meses	S/I
Garantía corriente	6,5% valorización.	1% valorización.
Contraparte Central	CCLV	S/I
Costos	0,002% + IVA	0,6 puntos del índice.

Fuente: Bolsa de Santiago

Para el CFD, obtendríamos una ganancia operacional en torno a los \$2 millones de pesos chilenos, mientras que a través del “contrato de futuros DOLAR” sería alrededor de \$1 millón de pesos chilenos. Esta diferencia sobre los potenciales beneficios operacionales es un claro reflejo del diferencial existente en el tamaño de los contratos entre ambos instrumentos financieros. Al permanecer las condiciones del tamaño de ambos contratos intactas, podemos apreciar que ante cualquier variación de la cotización del activo subyacente (en este caso, el tipo de cambio USD/CLP), tanto los beneficios como los riesgos esperados siempre serán en una relación 2:1 entre operar un CFD y un contrato de futuros DÓLAR, respectivamente.

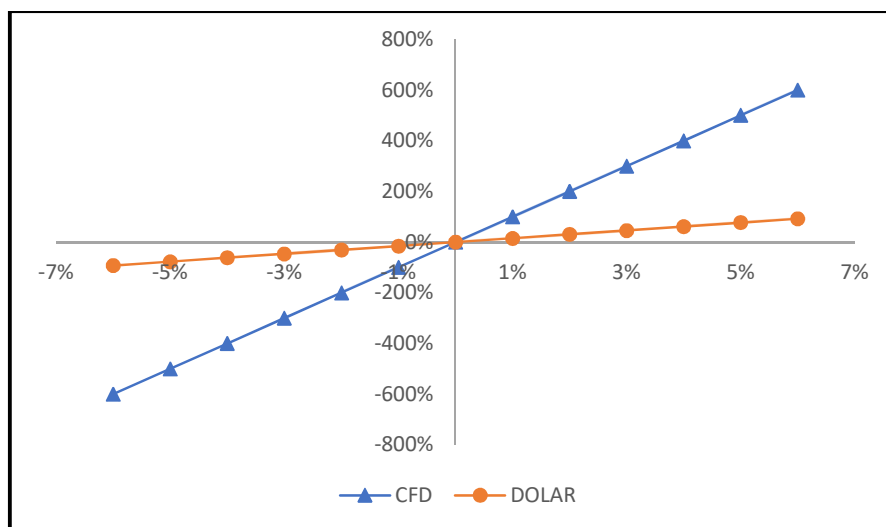
Sin embargo, la decisión que enfrenta el inversionista al operar este tipo de derivado financiero aún no termina, debido a que es necesario observar la relación entre la rentabilidad de la inversión (ROI)¹⁷ y los márgenes requeridos en base a la cantidad de contratos que se adquieren sobre el activo subyacente en ambos instrumentos. Manteniendo los mismos volúmenes de negociación sobre el contrato de futuros DÓLAR y el CFD sobre el tipo de cambio USD/CLP, podemos apreciar que ante cualquier variación sobre la cotización del activo subyacente, el inversionista a través del contrato de futuros DÓLAR obtendrá como retorno de su inversión el equivalente aproximado de un 15% de la rentabilidad obtenida a través del uso de un CFD. Este diferencial es un reflejo de las diferencias entre los márgenes requeridos entre ambos instrumentos de inversión¹⁸. En situaciones que una nueva posición efectiva sobre la tendencia de la cotización de un activo subyacente sea favorable para un CFD, se observa que el uso de este tipo de instrumentos financieros podrá reportar mayores rentabilidades que otras opciones de inversiones similares. Sin embargo, en el escenario contrario, donde la tendencia de la cotización del activo subyacente sujeto a nuestro CFD muestra una divergencia con respecto a nuestra posición

¹⁷ ROI: (Resultado Operacional / Margen Requerido) * 100%

¹⁸ Siendo las garantías corrientes ("margen requerido") de 6,5 por ciento para los contratos de futuros DÓLAR y 1,0 por ciento para los CFD sobre el USD/CLP – $(1/6,5 = 0,1538 \cong 15,38\%)$.

efectiva, el patrimonio de un inversionista deberá enfrentar grandes desafíos para mantener esta operación abierta.

Gráfico N°2 ROI entre la operativa de un contrato de futuros DÓLAR y un CFD sobre USD/CLP ante la variación del activo subyacente.



Fuente: Elaboración Propia

El inversionista interesado en asumir una posición larga en un CFD sobre el tipo de cambio USD/CLP, deberá observar los posibles escenarios ante divergencia entre su posición efectiva y tendencia de la cotización del activo

subyacente y los efectos sobre su patrimonio¹⁹. Desde un principio, el inversionista asume el margen requerido para realizar la operación en CFD de \$1.000,00 dólares americanos (o \$652.000 pesos chilenos) en $T=0$, representando la inversión inicial para efectuar la negociación de este instrumento financiero. De inmediato, el efecto del apalancamiento nos entrega una mayor capacidad financiera, al respaldarnos con un 99% del valor nominal del volumen operado a través del CFD y “solo” limitando su acceso operacional a aquellos inversionistas sin los requerimientos mínimos de capital para la apertura de esta operación ($\text{Patrimonio} < \text{Margen Requerido}$). Cabe recordar, que el inversionista en ningún momento realiza el pago del valor nominal del contrato (\$100.000 dólares americanos o \$65.200.000 pesos chilenos), sino que su importe se basa en el margen requerido para operar este instrumento dado el efecto apalancamiento, quedando su rentabilidad sujeta al momento de cerrar su operación en $T > 0$ (liquidación de la posición).

Tabla N°2 Rendimiento de activo subyacente, Resultado Operacional y Rendimiento del Inversionista sobre una posición larga en un CFD de tipo de cambio USD/CLP

¹⁹ La decisión de inversión sobre este CFD se basa en utilizar un valor nominal de \$100.000 dólares americanos (cifra promedio sobre la oferta publicada por emisores y/o intermediarios establecidos en territorio nacional), en base a un nivel de apalancamiento de un 100:1 y un tipo de cambio USD/CLP en 652 para $T=0$.

Volumen (Lotes)	Valor Nominal (USD)	Valor Nominal (CLP)	Margen Requerido (CLP)	Activo Subyacente (USD/CLP)	Rendimiento Activo	Resultado Operacional (CLP)	Rendimiento Inversionista (ROI)
				\$672,00	3,07%	\$2.000.000,00	306,75%
				\$665,04	2,00%	\$1.304.000,00	200,00%
				\$658,52	1,00%	\$652.000,00	100,00%
1	\$100.000,00	\$65.200.000,00	\$652.000,00	\$652,00	0,00%	0,00%	0,00%
				\$648,09	-0,60%	-\$391.200,00	-60,00%
				\$645,48	-1,00%	-\$652.000,00	-100,00%
				\$642,00	-1,53%	-\$1.000.102,80	-153,39%

(USD/CLP: \$652 en T=0) Fuente: Elaboración Propia

Dado el resultado operacional positivo que presentó el diferencial de precios sobre el CFD en $T > 0$ ²⁰, el inversionista ha reportado un beneficio neto de 2 millones de pesos chilenos, entregando una rentabilidad potencial por sobre el 300 por ciento en su inversión inicial, mientras que la variación del precio del activo subyacente superó ligeramente el 3 por ciento. En la Tabla N°2 podemos observar diversos escenarios simulados sobre la cotización del tipo de cambio para un tiempo $T > 0$, donde su relevancia radica en observar los escenarios donde la posición efectiva entregada por el CFD esté en contra de la tendencia del precio de mercado del activo subyacente, dado que su operativa solo estará respaldada por el patrimonio de cada inversionista.

A pesar de que las empresas de inversiones de CFD generalmente cuentan con diversos sistemas de control de riesgo a través de sus plataformas de

²⁰ La posición larga sobre el CFD en tipo de cambio USD/CLP obtuvo un diferencial positivo en su ejecución ($F_0 = US\$672,00 > K = US\$652,00$).

negociación (Stop Loss²¹ o Margin Call / Stop Out²²), esta operativa tiene una alta probabilidad de fracasar dado el leverage utilizado²³. Supongamos que nuestro patrimonio asciende a USD\$2.000,00 (\$1.304.000,00 pesos chileno según el tipo de cambio en $T=0$), logrando “garantizar” el margen requerido del ejemplo anterior, e ingresamos al mercado (asumiendo ausencia en costos de transacción) en una posición larga de un CFD sobre el tipo de cambio USD/CLP. Para este ejemplo, la empresa de servicios financieros oferentes de CFD’s tiene como condiciones operacionales un Margin Call y Stop Out en 100 y 40 por ciento del nivel de margen, respectivamente²⁴. Como podemos apreciar en la tabla N°2, en $T=0$ no obtendría beneficios operacionales ($F_0 = K$) y por lo tanto no influiría sobre el patrimonio; sin embargo, la exposición de leverage de esta operación estará asignada por un nivel de margen en 200 por ciento, dada la estructura de apalancamiento de este CFD. Si la cotización del tipo de cambio llega a caer en torno a los \$645,48, representando una disminución del 1 por ciento respecto a la valorización del activo subyacente en $T=0$, la cuenta de este inversionista mostrará que sus respaldos financieros (patrimonio) igualará los requerimientos de capital para mantener el CFD operativo dentro del mercado (nivel de margen

²¹ Stop Loss (SL): Herramienta de gestión de riesgo para acotar potenciales riesgos operacionales, cuyo fin es el cierre de una operación abierta al alcanzar un precio determinado por el inversionista.

²² Margin Call: Nivel de margen que señala agotamiento del patrimonio para mantener posiciones abiertas sobre un CFD. Su nivel es asignado por cada emisor o proveedor de CFD.

Stop Out: Nivel de margen que realiza un cierre automático de posiciones abiertas en CFD, dado que el patrimonio no es suficiente para respaldar dichas operaciones. Su nivel es asignado por cada emisor o proveedor de CFD.

²³ Nivel de Margen: $(\text{Patrimonio}/\text{Margen Requerido}) * 100\%$

²⁴ Promedios presentados por brokers que ofertan CFD sobre USD/CLP establecidos en territorio nacional).

=100%), dado que la pérdida operacional que representa el retroceso del precio del activo subyacente (-\$652.000 pesos chilenos) será respaldada por el patrimonio de la cuenta del inversionista, el cual verá reducido su monto en relación a T=0.

Tabla N°3 Rendimiento del activo subyacente y nivel de margen sobre una posición larga en un CFD de tipo de cambio USD/CLP.

Patrimonio	Volumen (Lotes)	Valor Nominal (USD)	Margen Requerido (CLP)	Precio Activo (USD/CLP)	Rendimiento Activo	Resultado Operacional (CLP)	Nivel de Margen
\$2.000,00 (USD) ó	1	\$100.000,00	\$652.000,00	\$672,00	3,07%	\$2.000.000,00	506,75%
				\$665,04	2,00%	\$1.304.000,00	400,00%
				\$658,52	1,00%	\$652.000,00	300,00%
				\$652,00	0,00%	\$0,00	200,00%
\$1.304.000,00 (CLP)				\$648,74	-0,50%	-\$326.000,00	150,00%
				\$645,48	-1,00%	-\$652.000,00	100,00%
				\$641,57	-1,60%	-\$1.043.200,00	40,00%

(USD/CLP: \$652 en T=0) Fuente: Elaboración Propia

Si el precio del activo subyacente siguiera cayendo, nuestra operación se mantendría activa solo si la cotización del tipo de cambio se mantuviera por sobre lo \$641,57 pesos chilenos por dólar americano ($F_0 > \$641,57$), dado que al momento de establecerse dicho precio dentro del mercado se ejecutaría un cierre automático sobre nuestra posición en el CFD (Stop Out). Este sistema de respaldo financiero frecuentemente es presentado como una herramienta que permite respaldar cierto margen de patrimonio ante altas volatilidades en los mercados del activo subyacente. Sin embargo, solo es consistente al momento

que el precio del CFD (P_T) iguale a su precio de mercado ($F_0 = P_T$), dado que en el caso que $F_0 < P_T$, el riesgo asumido puede superar el esperado²⁵.

Al utilizar un derivado financiero con altos niveles de apalancamiento, el inversionista estará asumiendo elevados riesgos sobre su operación ante las fluctuaciones del precio en su activo subyacente, lo que puede generar fuertes pérdidas sobre su patrimonio de inversión. Mantener un leverage equilibrado sobre la operativa de un CFD es crucial para no caer en uso incorrecto sobre esta característica de inversión, la cual puede perjudicar seriamente el patrimonio de clientes no calificados que ingresen a operar los CFD`s.

1.2.2 Mercados OTC

El mercado donde se desarrollan las transacciones de este tipo de derivados financieros es otra característica importante, dado que se realizan en un cien por ciento en mercados Over-the-Counter (OTC Market). En estos mercados, los participantes realizan sus transacciones directamente entre ellos, definiéndolo como un sistema descentralizado, que permite alcanzar mutuos acuerdos sobre productos financieros estandarizados que se presenten dentro de sus mercados de valores. A diferencia de las transacciones realizadas en mercado

²⁵ En caso de una posición corta, en un escenario donde $F_0 > P_T$ el riesgo asumido puede superar el esperado.

centralizados, en los mercados OTC la comunicación es directa entre las partes involucradas en la negociación de un instrumento financiero que, junto al continuo desarrollo de las diversas tecnologías de información, han permitido superar las fronteras para alcanzar acuerdos bilaterales eficientes y en menor tiempo.

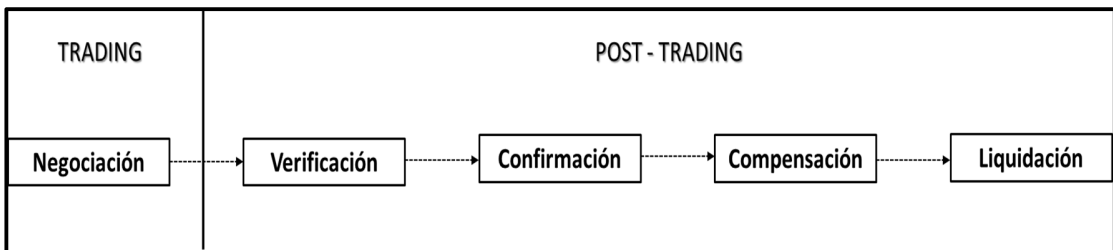
En términos de volúmenes y operaciones multilaterales, los mercados OTC han llegado a ser un importante protagonista, aunque su desarrollo aún permanece en constante crecimiento, donde las carencias de infraestructura que permitan la obtención de información de calidad y un ejercicio de compensación multilateral correcto, solo se han ido solucionando en el último tiempo.

Este crecimiento no ha estado exento de dificultades. Muchos autores entregan una alta responsabilidad a la masificación de las transacciones sobre estos mercados y al fuerte impacto que han causado sobre las últimas crisis financieras. Diversas autoridades financieras han intentado mejorar la transparencia de esos mercados y regular los diversos instrumentos financieros ligados a los productos derivados, con el fin de limitar la adopción de riesgo excesivo por parte de los inversionistas en general y disminuir el riesgo sistémico que involucran las operaciones, los mercados y las prácticas en derivados OTC.

Dado que la esencia de un CFD radica en un acuerdo bilateral, es necesario contextualizar las principales etapas de su negociación, para luego, identificar a

los principales actores dentro de este proceso. En el gráfico N°3, podemos apreciar el proceso de llevar a cabo una operación sobre algún derivado financiero en mercados OTC, en él podemos identificar, de manera general, cinco etapas claves para un correcto funcionamiento²⁶.

Imagen N°1 Actividades dentro del proceso de Trading y Post Trading



Fuente: OXERA CONSULTING LTD. 2007. Methodology for monitoring prices, costs and volumes of trading and post trading activities. July 2007.

En primer lugar se encuentra la etapa de “Negociación”, la cual hace referencia al momento de generar la orden sobre un CFD, ejecutada a través de una plataforma de negociación, donde la empresa de inversión recibe un mandato de negociación por parte del cliente.

²⁶ OXERA CONSULTING LTD. 2007. Methodology for monitoring prices, costs and volumes of trading and post trading activities. July 2007 Pp. 24

Luego, se desarrolla la etapa de “Verificación”, en cuyo proceso se asegura la existencia de un acuerdo bilateral entre comprador y vendedor en base a los detalles de la negociación anterior, para luego dar paso a la etapa de “Confirmación”²⁷, en la que se establece la aprobación de todas las condiciones del contrato de derivados originando un acuerdo entre las partes.

En estas etapas es donde existen las mayores diferencias entre las empresas de inversiones de CFD`s, dado que utilizan diversos mecanismos en su desarrollo. La creación de los precios de estos productos financieros y la ejecución de las órdenes por cuenta de la empresa de inversión categorizará los modelos de negocios de este tipo de empresas bajo un modelo de negociación de creación de mercado o *Direct Market Access*, lo cual puede significar un importante antecedente para el inversionista al momento de evaluar este tipo de instrumento financiero.

²⁷ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2012. Reglamento Delegado (UE) Nº 149/2013 por el que se completa el Reglamento (UE) Nº 648/2012 lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a las plataformas de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

En un modelo de negociación de creación de mercado (*Market Maker*²⁸), la empresa de inversión establecerá los precios de cada CFD que haya creado sobre algún activo subyacente. Los inversionistas son tomadores de precios dentro de su sistema de negociación, y la mayoría de las firmas actúan como contraparte de las operaciones de sus clientes, siendo definidas como “internalizador sistemáticos”²⁹. Este tipo de empresas puede crear CFD incluso si hay poca o nula liquidez en el mercado del activo subyacente sujeto a este instrumento financiero.

Por otra parte, las empresas de inversiones que presentan un modelo de negociación *Direct Market Access* (DMA)³⁰, se diferencian del modelo anterior, debido a que cada orden de sus clientes ingresa directo al mercado de negociación del activo subyacente, reduciendo los conflictos de interés y los riesgos de contraparte del acuerdo bilateral, dada la utilización de contraparte centrales.

²⁸ Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros. “Creador de mercado”: la persona que se presenta regularmente en los mercados financieros declarándose dispuesta a negociar por cuenta propia mediante la compra y la venta de instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por ella.

²⁹ Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros. “Internalizador Sistemático”: la empresa de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocia por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado.

³⁰ OXERA. 2007. Methodology for monitoring prices, costs and volumes of trading and post trading activities. Oxera Consulting Ltd. July 2007. Pp 63.

Posteriormente, se ingresa al proceso de “Compensación”³¹, donde se establecen las condiciones para la liquidación de la posición. Dentro de este proceso se desarrolla el cálculo de la exposición neta de la operación y la supervisión sobre la disponibilidad de capital para asegurar los intereses entre ambas partes de la negociación. Se finaliza con la etapa de “Liquidación”, que constituye el cumplimiento final de una transacción en mercados OTC, a través de la transferencia de las obligaciones de ambas partes al finalizar la negociación del instrumento financiero, en este caso un CFD.

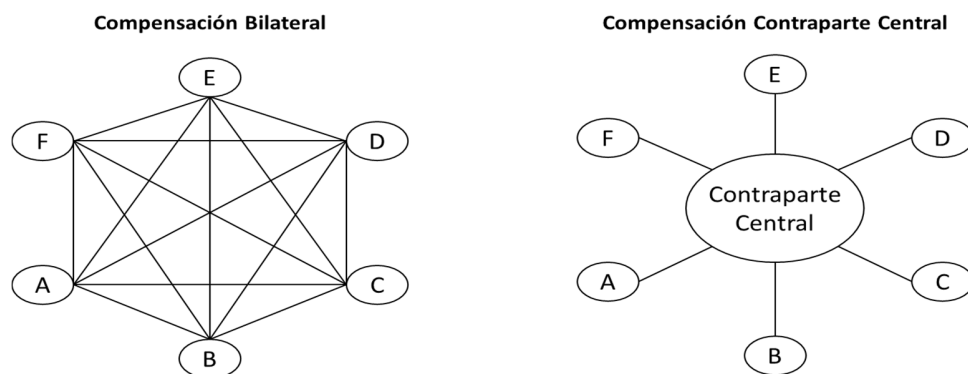
Con respecto a las fases de Compensación y Liquidación, generalmente podemos encontrar dos modelos de cobertura: A) Modelo STP (*Straight-Through Processing*), donde el emisor y/o intermediario creará cobertura sobre la transacción del cliente inmediatamente a través de su proveedor de liquidez y, B) Modelo *Dealing Desk*, donde la firma tratará de realizar coberturas internas a las transacciones de sus clientes, antes de llegar a su proveedor de liquidez. Dentro del primer grupo, y en mercados regulados, podemos apreciar una mayor tendencia hacia el uso de Entidades de Contrapartidas Centrales (ECC)³². La

³¹ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2012. Reglamento (UE) Nº 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, julio 2012. Artículo 2 Nº3.

³² UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2012. Reglamento (UE) Nº 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, julio 2012. Entidad de Contrapartida Central (ECC). Persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador.

utilización de estas instituciones dentro del proceso de negociación de instrumentos financieros en los mercados OTC, han permitido reducir el riesgo operativo y el riesgo de contraparte en aquellas empresas que suscriben contratos de derivados compensados por una ECC, en relación a aquellas empresas que no compensan bajo esta modalidad.

Imagen N°2 Reducción de la complejidad en relaciones bilaterales al introducir una ECC.



Fuente: Mercado de Derivados y su Infraestructura: Aspectos Relevantes de la discusión internacional y su aplicación en Chile. Documento de Política Monetaria. Banco Central de Chile. Enero 2013

1.3 Riesgos

Junto a los riesgos que asume la empresa de servicios financieros que oferta CFD a través de su modelo de negocios, es posible que también encontremos otros escenarios que perjudiquen un correcto proceso de negociación, tales como:

- Riesgo de Liquidez

Es el riesgo de que el CFD o activo subyacente no pueda negociarse en el momento en que el inversionista desea (para evitar una pérdida, o realizar un beneficio)³³.

También hace referencia, a la variación diaria que experimenta el margen requerido del CFD que se está operando, dada la volatilidad que puede experimentar la cotización del activo subyacente. Si el resultado operacional muestra descensos en su valorización, la empresa de inversiones que presta los servicios sobre un CFD exigirá nuevos requisitos de capital por parte del inversionista, con el fin de restaurar el margen y cubrir pérdidas. Si no puede cubrir estos requisitos de capital, la empresa de inversiones podrá estar capacitada para cerrar su posición automáticamente, independiente de si el inversionista se encuentra de acuerdo o no con tal proceder (Stop Out)³⁴.

- Riesgos de Contraparte

³³ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. 2013. Contracts for Differences (CFDs) Investor Warning. 28 de febrero 2013

³⁴ Idem

Es el riesgo de que la empresa de inversión que emite los CFD incumpla sus compromisos y no pueda atender sus obligaciones financieras³⁵. Dentro de aquellas firmas cuyo modelo de negocio se basa en la creación de mercados (*Market Makers*), este riesgo será uno de los principales puntos de atención para su óptimo desarrollo. En algunos casos, si los fondos de los inversionistas no se encuentran separados de la empresa de inversión de CFD's, y este enfrenta problemas financieros, se corre el riesgo de no recibir ninguna de las cantidades adeudadas³⁶.

Un caso relevante en este punto fue lo experimentado por los emisores y/o intermediarios durante el mes de enero del 2015, luego de una fuerte apreciación del Franco Suizo (CHF), como consecuencia de la decisión del Banco Nacional de Suiza (BNS) de dejar de fijar un cambio mínimo con respecto al euro (1.20 CHF por EUR). Ante las innumerables pérdidas producidas sobre las cuentas de los clientes, muchos emisores y/o intermediario no lograron mantener los requisitos necesarios de capital para enfrentar dicha crisis, produciendo insolvencia en algunos de ellos y fuertes pérdidas dentro de sus registros contables³⁷.

³⁵ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. 2013. Contracts for Differences (CFDs) Investor Warning. 28 de febrero 2013

³⁶ Idem

³⁷ EL MUNDO. 2015. La tormenta suiza acaba con varios brokers y daña a la banca [en línea] <<https://www.elmundo.es/economia/2015/01/16/54b93e7b268e3ef1418b4576.html>> [consulta: 03 de marzo 2019]

- Riesgos de Ejecución

Este riesgo se asocia a la posibilidad de que las operaciones no se efectúen de inmediato³⁸. La demora entre el momento en que el inversionista realiza la orden y ésta se ejecuta, puede verse expuesta a movimientos del mercado en contra de la operación, perjudicando la posición del inversionista al entrar en una operación a un precio no deseado.

Otro escenario que frecuentemente presenta este riesgo es la presencia de brechas (Gaps) en la publicación de los precios. Estas brechas las podemos definir como fuertes diferencias entre el último precio de cierre publicado y el siguiente precio de apertura de un activo subyacente. Si estamos ejecutando una orden sobre un CFD, en la que establecemos alguna herramienta de control de riesgo, este se verá afectado ante la presencia de dichas brechas, debido a que su aplicación puede diferir con respecto al precio establecido, generando mayores pérdidas a las esperadas por el inversionista.

³⁸ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. 2013. Contracts for Differences (CFDs) Investor Warning. 28 de febrero 2013

- Riesgos Regulatorios y Legales

Un cambio en las leyes o regulaciones realizadas por el gobierno o un organismo regulador sobre su respectivo mercado financiero podría: A) aumentar los costos de operar (por ejemplo, aumento de los impuestos derivados en ganancias de capital); B) reducir el atractivo de las inversiones; C) cambiar la estructura competitiva de la industria (por ejemplo, limitar el uso de internalizadores sistemáticos dentro del mercado financiero).

Por otro lado, la ausencia de supervisión sobre algunos sectores de los mercados financieros afecta la aplicabilidad de los derechos legales, especialmente hacia inversionistas no calificados. Los efectos de estas variables, cambios o ausencia de regulaciones sobre los mercados financieros automáticamente traerían consigo una alteración de los beneficios potenciales sobre una inversión.

CAPÍTULO 2: LOS CONTRATOS POR DIFERENCIAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES GLOBALES

El constante crecimiento de las negociaciones dentro de mercados OTC alrededor del mundo ha estado dominado por Reino Unido que, durante el 2016, llegó a representar cerca de un 37 por ciento del total de las negociaciones, seguido de Estados Unidos y Asia³⁹, cuyas porciones del mercado global correspondieron a un 20 y 14 por ciento respectivamente. La zona Euro es el siguiente mercado relevante, aunque solo representa un 5 por ciento de las transacciones diarias, mientras que el resto del mundo se queda con un 24 por ciento.

En los mercados de valores que permiten la negociación sobre CFD en mercados OTC se hace presente una amplia gama de regulaciones y supervisiones, donde los grados de rigurosidad en sus aplicaciones hacen una gran diferencia entre ellos. Al hacer referencia a la normativa establecida por autoridades financieras sobre los CFD, es necesario enfocarse en aquellos mercados de valores donde este instrumento financiero tenga referencia dentro

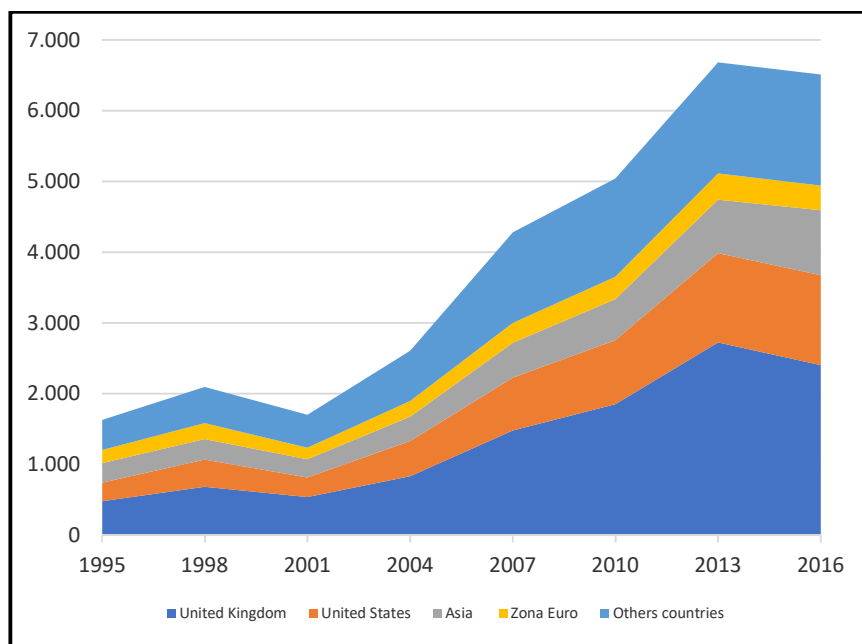
³⁹ Japón + Singapur

de sus regulaciones. Tanto Reino Unido como Europa reconocen los Contratos por Diferencia como un complejo producto de inversión dado la utilización de apalancamiento sobre las operaciones bilaterales que se desarrollan en mercados OTC, sin embargo los establecen como un instrumento de inversión que puede participar dentro de sus mercados financieros⁴⁰. Sus principales reguladores financieros (Financial Conduct Authority, FCA, en Reino Unido y European Securities and Markets Authority, ESMA, en la Unión Europea) han establecido fuertes sistemas de regulación y supervisión sobre la negociación de CFD dentro de sus mercados de valores, con el fin de disminuir los riesgos implícitos de este instrumento financieros dentro de sus mercados.

En base a cifras de la industria de los CFD's en Reino Unido, se estima que durante el 2016 existían alrededor de 97 firmas que proveían este producto financiero en territorio británico con aprobación de la FCA, lo que significó un aumento cercano al 50% en relación al año 2010. Además, durante ese año, existían alrededor de 130 firmas prestando este servicio en dicho territorio, bajo el alero de otras autoridades financieras, especialmente bajo la normativa europea (MiFID).

⁴⁰ REINO UNIDO. Financial Services Authority. 2000. Financial Services and Markets Act 2000 Chapter 8, junio 2000. Schedule 2. "Regulated Activities". Point 19 / UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2004. Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Anexo I. Sección C. Punto 9.

Gráfico N°3 Volumen de negociación de instrumento financieros basados en intercambio de divisas en mercados OTC por sector global. Abril 1995 - 2016 (en base al promedio diario, en billones de USD).



Fuente: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department.

Por otro lado, las cifras muestran que el número de clientes minoristas con cuentas activas en firmas de CFD era alrededor de 125.000⁴¹ dentro de Reino Unido, representando una captación de capital en torno a los 3.5 billones de libras esterlinas. Mientras que algunas estimaciones “conservadoras” proyectaban que

⁴¹ Idem

estas empresas presentaban servicios en torno a 400.000 clientes fuera de las fronteras de Reino Unido⁴².

Lo relevante de estas cifras se enmarca en el performance de las inversiones de clientes no calificados que realizan negociaciones a través de CFD donde, en base a las estimaciones de la FCA, el 80% de las cuentas analizadas (en base a los reportes entregados por las ocho principales firmas que operan en Reino Unido) reportan pérdidas, presentando un promedio de 2.200 libras esterlina⁴³.

Según la FCA, la popularidad de estos instrumentos financieros en el Reino Unido ha radicado en factores como:

- La capacidad de negociar instrumentos financieros utilizando márgenes de requerimientos y la bidireccionalidad de este derivado financieros sobre su activo subyacente.

⁴² REINO UNIDO. Financial Conduct Authority. 2016. Enhancing conduct of business rules for firms providing contract for difference products to retail clients. Consultation Paper CP 16/40. December 2016. Pp.12

⁴³ REINO UNIDO. Financial Conduct Authority. 2016. Enhancing conduct of business rules for firms providing contract for difference products to retail clients. Consultation Paper CP 16/40. December 2016. Pp.14.

- La capacidad de obtener exposición sobre activos (como materias primas o índices bursátiles), que de otra forma harían más costosos o complejo el acceso del cliente no calificado.

- La accesibilidad de las plataformas online y la disponibilidad de un amplio rango de órdenes y controles disponibles para los consumidores.

Dado el actual escenario de la industria de los CFD dentro de estos mercados financieros, ambas autoridades financieras han puesto un fuerte énfasis sobre las condiciones asimétricas a que están expuestos los clientes no calificados sobre este instrumento financiero, desde la propuesta de inversión realizadas por las empresas de inversión que ofrecen este instrumento financiero hasta el proceso de negociación que enfrentas los diversos inversionistas.

Desde el punto de vista de las empresas de servicios de inversión en CFD, las autoridades financieras han dejado en evidencia que los ingresos que obtienen estas instituciones derivan, principalmente, de la actividad de trading de sus clientes, a través de los mecanismos “*Bid - Ask spread*” o comisiones sobre su operativa⁴⁴. Ante esta estructura de ingresos, las empresas de inversiones tendrán un alto interés en incrementar el número de negociaciones de sus

⁴⁴ Australian Securities & Investments Commission. 2010. Contracts for difference and retail investors. July 2010. Pp. 21.

clientes y los volúmenes en cada una de sus operaciones, aumentando el atractivo por mantener una importante cartera y una constante búsqueda de clientes, lo que también es un factor relevante por el “riesgo moral” al que los inversionistas están expuestos ante estas instituciones prestadoras de servicios financieros.

A pesar que este método de ingresos es similar al de empresas de inversiones relacionadas a otros tipos de instrumentos financieros, los principales cuestionamientos provienen del modelo de negocios que puedan llevar las empresas de inversiones ligadas a los CFD en la utilización de mecanismos como *Market Makers*⁴⁵ en torno a la ejecución de las órdenes de los inversionistas, o *Dealing Desk* en relación al proceso de compensación de cada orden, debido a los conflictos de interés que podrían surgir durante el proceso de negociación del inversionista no calificado.

Los procesos de comercialización por parte de estas empresas de inversiones también han tomado gran relevancia por parte de las autoridades financieras. En general, los estatutos regulatorios han establecido que “las empresas de servicios de inversión actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalismo, en

⁴⁵ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Art 48 Punto 2.

el mejor interés de sus clientes”⁴⁶. Sin embargo, al existir una fuerte relación entre el número de cliente y sus volúmenes de transacción con los ingresos de las empresas prestadoras de servicios sobre CFD, se ha detectado que sus sistemas de comercialización son intensivos hacia los potenciales clientes, donde el riesgo moral que pueden desarrollar estas empresas hacia el inversionista no calificado puede acarrear en posteriores detrimentos sobre sus cuentas de inversión. El uso de promociones para la apertura de cuentas, el destacar las potenciales rentabilidades que ofrecen estos productos financieros por sobre los riesgos asociados al apalancamiento, poca información por parte de las firmas en explicitar sobre los riesgos en este tipo de inversiones (débiles “disclaimer”), están siendo los principales pilares para campañas de información llevadas a cabo por las principales autoridades financieras para reducir la asimetría de información que generan estas actividades sobre la decisión de inversión de un inversionista no calificado.

Desde el punto de vista del cliente no calificado, en bases a reportes de la Australian Securities & Investments Commission (ASIC) se ha descubierto que los inversionistas que utilizan los CFD poseen una alta confianza sobre sus habilidades de inversión y que esta va en aumento una vez que inician sus

⁴⁶ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Artículo 24 N°1.

operaciones⁴⁷. Sin embargo, este alto nivel de confianza no tiene relación con sus conocimientos sobre los aspectos claves de cómo operan estos derivados financieros. A pesar de esto, tanto inversionistas novatos como experimentados frecuentemente indican que basados en sus historiales de inversión dentro de los mercados financieros y sus investigaciones sobre los CFD, se sienten lo suficientemente capacitados y bien informados para comenzar sus negociaciones.

Dentro de la regulación interpuesta por ESMA hacia las empresas de inversiones, ha requerido que “pidan al cliente o posibles clientes que faciliten información sobre sus conocimientos y experiencias en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que la empresa de servicios de inversión pueda evaluar si el servicio o producto de inversión previsto es conveniente para el cliente”⁴⁸. Ante esta categorización de los clientes⁴⁹, esta autoridad financiera ha llevado la delantera con nuevas regulaciones sobre el uso de estos productos financieros dentro de sus mercados de valores. Desde el 1 de agosto del 2018 comenzó a regir nuevas

⁴⁷ Australian Securities & Investments Commission. 2010. Contracts for difference and retail investors. July 2010. Pp. 22.

⁴⁸ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Artículo 3. Párrafo 1.

⁴⁹ Financial Conduct Authority. 2019. Conduct of Business Sourcebook. February 2019. Chapter 3. Client Categorisation.

medidas sobre la oferta de CFD dentro de los mercados europeos, donde se destacan restricciones sobre la comercialización, distribución y venta de estos instrumentos financieros a inversores minoristas.

Las principales medidas que ha ejecutado ESMA, en base a la decisión 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión Europea⁵⁰, son:

1.- Límites de apalancamiento⁵¹ en el momento de la apertura de una posición de un cliente minorista de 30:1 a 2:1, que varían en función de la volatilidad de los activos subyacentes:

- 30:1 para los cambios entre divisas principales;
- 20:1 para los cambios entre divisas no principales, el oro y los índices principales;
- 10:1 para las materias primas distintas del oro y los índices bursátiles no principales;
- 5:1 para los valores de renta variable individuales y otros valores tomados como referencia;

⁵⁰ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁵¹ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Anexo 1: Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente.

- 2:1 para las criptomonedas.

2.- Una obligación de cierre de posiciones a nivel de cuenta de cliente en caso de consumo de garantías. De esta forma, se unifica el porcentaje de garantía (50% de la garantía mínima requerida) que obliga a los proveedores a cerrar uno o más CFD de clientes minoristas⁵²;

3.- Un mecanismo de protección de saldos negativos a nivel de cuenta del cliente. Esta medida supone un límite general garantizado a las pérdidas de clientes minoristas⁵³;

4.- Una restricción de los incentivos que se ofrecen por operar con CFD⁵⁴;

5.- Una advertencia estandarizada sobre el riesgo, incluido el porcentaje de pérdidas en las cuentas de inversores minoristas de un proveedor de CFD⁵⁵.

⁵² Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. 5.2 Protección de liquidación de la garantía.

⁵³ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Anexo 1: Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente. 5.3 Protección del saldo negativo.

⁵⁴ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Anexo 1: Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente. 5.5 La prohibición de los beneficios monetarios y no monetarios.

⁵⁵ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Anexo 1: Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente. 5.4 Alertas sobre los riesgos.

CAPÍTULO 3: LOS CONTRATOS POR DIFERENCIAS SEGÚN LA LEGISLACION CHILENA

En el gráfico N°6 podemos apreciar la evolución del mercado OTC latinoamericano⁵⁶, que solo representaba 1% de las transacciones diarias a nivel global durante el 2016, y ha permanecido el dominio de las plazas financieras de México y Brasil en los últimos años. Desde comienzos de este siglo, Chile se ha posicionado como la tercera plaza financiera con mayores transacciones diarias, llegando a representar cerca del 13 por ciento de este mercado en el 2016, seguido de Colombia que representa el 7 por ciento del mercado OTC latinoamericano.

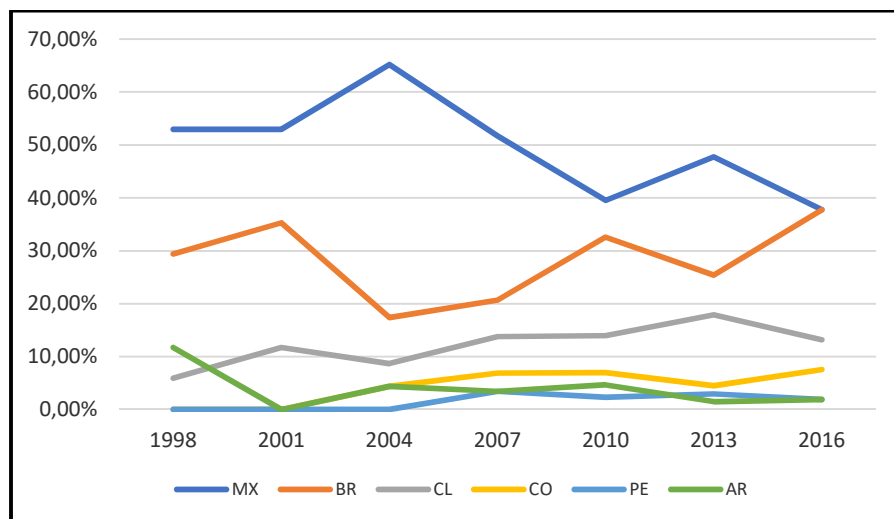
Al internalizarse dentro del mercado OTC latinoamericano, no es posible encontrar evidencia sobre el tratamiento de los CFD por parte de las distintas autoridades financieras, aunque hay evidencia que empresas de servicios de inversiones en CFD operan dentro de sus mercados de capitales⁵⁷. Este escenario, de baja y casi nula regulación por parte de las autoridades financieras latinoamericanas, abre una excelente oportunidad para que Chile pueda ser

⁵⁶ México (MX), Brasil (BR), Chile (CL), Colombia (CO), Perú (PE), Argentina (AR).

⁵⁷ Dentro de las empresas emisoras o proveedoras de CFD en Chile (Ver Capítulo 4), también poseen oficinas o contactos comerciales en estos países latinoamericanos.

pionero en una normativa sobre los Contratos por Diferencia en su mercado de valores.

Gráfico N°3 Evolución del volumen en intercambio de divisas en mercados OTC en Latinoamérica. Abril 1995 - 2016 (en base al promedio diario, en billones de USD).

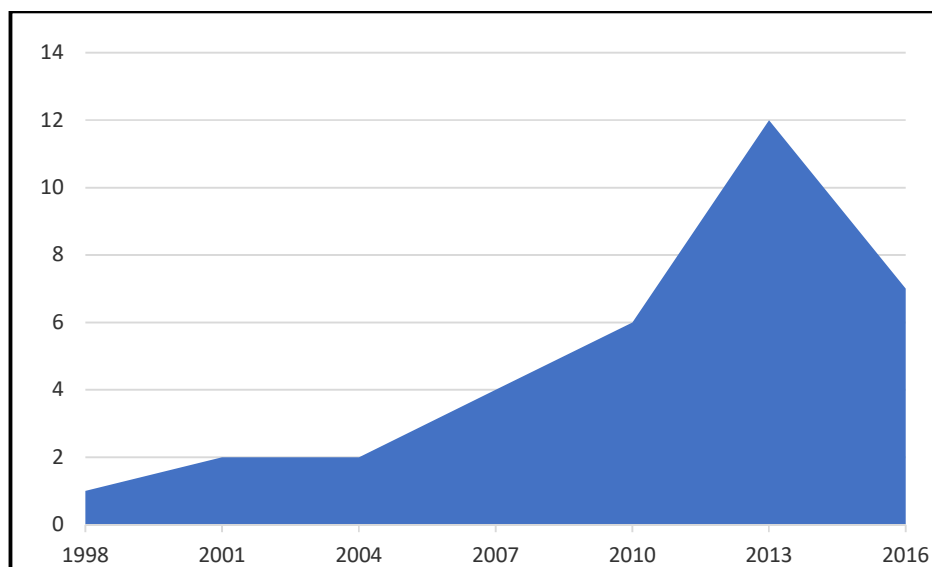


Fuente: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department

El mercado OTC en Chile ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos años, donde el desarrollo internacional y el mejoramiento continuo de mecanismo internos en nuestro mercado de capitales han sido los principales pilares sobre esta tendencia.

Según cifras del Banco de Pagos Internacional (BIS, por sus siglas en inglés) los montos transados en el mercado OTC nacional aún se mantienen muy lejanos de los principales actores mundiales, sin embargo, se puede apreciar que sus cifras han aumentado cerca de un 700% desde 1998 al 2016⁵⁸, alcanzando un mayor monto diario transado en el año 2013, en torno a los 12 billones de dólares, evolución que podemos observar en el gráfico N°4.

Gráfico N°4. Evolución del volumen en intercambio de divisas en mercados OTC en Chile. Abril 1995 - 2016 (en base al promedio diario, en billones de USD).



Fuente: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department

⁵⁸ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department [en línea] <https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm> [consulta: 20 de abril 2019].

Dentro de la normativa chilena no se especifica que los contratos por diferencia sean un derivado financiero, a pesar de existir múltiples opiniones sobre este tema, lo que ha provocado un problema de interpretación entre los agentes económicos. Para poder dar los primeros pasos hacia la creación de un marco normativo sobre este instrumento, es de vital importancia determinar las normas aplicables a los derivados financieros, en especial a aquellas dictadas por las principales autoridades económicas del país.

Nuestro primer acercamiento a una definición de derivado financiero dentro de la normativa chilena la podemos obtener de la Ley N° 20.544, emitida por el Ministerio de Hacienda y que regula el Tratamiento Tributario de los Instrumentos Derivados⁵⁹, que a pesar de no identificar a los contratos por diferencia como un derivado financiero, da algunos criterios para determinar cuándo se está frente a uno de ellos. En el numeral 3 del Artículo 2º de la ley señalada, se estipula que “se considerarán como derivados aquellos contratos que, independientemente de su denominación, reúnan los siguientes requisitos copulativos al momento de su celebración:

⁵⁹ CHILE. Ministerio de Hacienda. 2011. Ley 20.544: Regula el tratamiento tributario de los Instrumentos Derivados. 20 de octubre 2011. Art. 3.

A) Que su valor se establezca en función de una o más variables que determinen el monto de la o las liquidaciones correspondientes, como por ejemplo de una tasa de interés, el precio de otro instrumento financiero, el precio de una materia prima, un tipo de cambio, un índice o tasas de variación de precios, una calificación o índice de crédito u otra, siempre que la variable respectiva no sea específica a una de las partes del contrato;

B) Que no requieran de una inversión inicial o ésta sea significativamente inferior que la que se requeriría para una inversión directa en el activo subyacente respectivo, o para celebrar otros tipos de contratos u operaciones que se esperarían respondan de forma similar ante cambios en las variables de mercado, y

C) Que su liquidación se realice en una fecha futura previamente determinada o determinable”.

Según los puntos anteriores, y tomando en consideración que los contratos por diferencia basan su valor en función de un activo subyacente (A), no requieren el pago completo de su valor nominal, sino que solo se deberá costear el margen necesario para su apertura (B), y su liquidación se puede realizar en cualquier momento posterior a la apertura (“cierre de posición”) (C), podemos definir a los contratos por diferencia como un derivado financiero en base a esta ley. Dentro del mismo artículo 2, en su numeral 4, se señala que “aun en el caso de cumplir con los requisitos señalados precedentemente, no quedarán regidos

por esta ley”⁶⁰ diversos instrumentos financieros, entre los cuales no se señalan los contratos por diferencia, manteniendo las posibilidades que estos instrumentos financieros puedan ser regulados dentro del mercado de valores en un futuro.

La principal autoridad monetaria del país, el Banco Central de Chile, ha hecho referencia a estos instrumentos financieros dentro de sus Informes de Estabilidad Financiera, donde ha destacado la existencia de empresas de inversión que prestan servicios sobre Contratos por Diferencia en Chile, remarcando que en base a la legislación vigente no existen restricciones para que sociedades no fiscalizadas puedan operar este instrumento financiero⁶¹. Dentro de sus definiciones para instituciones que realizan actividades que se desarrollan en el sistema financiero nacional⁶², el Banco Central las ha categorizado en relación a los esquemas de regulación y supervisión que sean aplicables sobre estas. Destacan aquellas empresas cuyas “actividades financieras no sujetas a regulaciones específicas”, estableciendo que “se sitúan en esta categoría a las innovaciones financieras, las que precisamente por su desarrollo más reciente (al menos en el mercado local) no necesariamente se encuadran en los marcos

⁶⁰ CHILE. Ministerio de Hacienda. 2011. Ley 20.544: Regula el tratamiento tributario de los Instrumentos Derivados. 20 de octubre 2011. Art. 3.

⁶¹ Recuadro V.1 Innovación en el sistema financiero internacional y su situación a nivel local. Informe Estabilidad Financiera. Banco Central de Chile. Primer Semestre 2015.

⁶² Recuadro V.2 Fundamentos de la regulación financiera y definición del perímetro regulatorio. Informe Estabilidad Financiera. Banco Central de Chile. Primer Semestre 2016.

regulatorios existentes, lo que en ocasiones podría afectar su desarrollo”⁶³. Sin embargo, el Banco Central ha destacado que, a pesar de que el desarrollo de las innovaciones tecnológicas financieras (FinTech) dentro del territorio nacional todavía es rudimentario y los riesgos son relativamente acotados dentro del sistema financiero, “la situación puede cambiar de manera rápida e imprevista, por lo que es importante aumentar la cantidad y calidad de la información disponible, de manera de poder anticipar riesgos potenciales”⁶⁴.

La relevancia de que los CFD sean considerados como un instrumento financiero dentro de nuestro mercado de valores recae en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) que, aunque internaliza la descripción entregada por el ministerios de Hacienda dentro de su definición de instrumento derivado, adhiriere a la interpretación de Instrumento Financiero expuesto en el N°8, del artículo 1º de la Ley N° 20.345 del Ministerio de Hacienda, sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, que hace referencia “a los valores de conformidad a lo establecido en el artículo 3º de Ley N° 18.045⁶⁵, sobre Mercado de Valores y, en general, cualquier título, derecho, acto, contrato,

⁶³ Idem

⁶⁴ BCCH _ Capítulo IV: Innovaciones tecnológicas y estabilidad financiera _ Informe de Estabilidad Financiera 1º Semestre 2018.

⁶⁵ Artículo 3º Ley 18.045 Ley de Mercado de Valores. “Para los efectos de esta ley, se entenderá por valores cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito e inversión”.

factura, producto o moneda extranjera, negociables en mercados nacionales o extranjeros. En todo caso, se excluye la moneda nacional”.

Sin embargo, en más de una ocasión, la CMF ha declarado que este tipo de “contratos de derivados no son considerados como valores” bajo los términos enunciados anteriormente, señalando que estos son “instrumentos financieros consistentes en contratos que carecen de las características de libre transferibilidad o negociabilidad inherente al concepto de valor”⁶⁶. A pesar de lo anterior, la CMF no impide su realización dentro del territorio nacional destacando que “estos tipos de contratos no están sujetos al control o fiscalización”⁶⁷.

⁶⁶ Oficio Ordinario N°19407 Julio 2014 y Oficio Ordinario N°17994 Agosto 2015 de la CMF.

⁶⁷ Idem.

CAPÍTULO 4: LOS CONTRATOS POR DIFERENCIAS DENTRO DEL MERCADO DE CAPITALES EN CHILE

Gran parte de la población tiene un fácil acceso a la oferta de empresas de inversión que ofrecen los CFD que, al contar con mayoría de edad, cierto capital de riesgo y acceso a Internet puede fácilmente crear una cuenta de inversión con estas firmas. Sin embargo, el eventual desconocimiento que existe sobre este producto de inversión por gran parte de estos potenciales clientes y una casi nula fiscalización por parte de las autoridades, crean un escenario de alta exposición a los diversos riesgos que conlleva el operar estos productos financieros. A pesar de que no existen cifras oficiales sobre el mercado de CFD en Chile, para observar el escenario que enfrentan los clientes no calificados en Chile al operar estos productos financieros, se analizarán aquellas empresas financieras oferentes de CFD que presentan alguna oficina comercial establecida en territorio nacional.

4.1 Empresas de inversiones en CFD establecidas en Chile

Gran parte de la muestra analizada posee orígenes extranjeros, predominando las firmas británicas, aunque una empresa de capitales nacionales

establece la presencia de los CFD dentro del mercado de capitales de Chile (dentro del marco teórico presentado) desde el año 2007.

Dentro de los marcos regulatorios que supervisan a estas empresas de inversiones existe cierta disparidad, lo que puede entregar ciertas confusiones sobre el cliente no calificado. En base a los contratos de apertura de cuenta, ante cualquier conflicto existente dentro de la relación entre el cliente y la empresa de inversiones en CFD, esta última deja establecido que la resolución de estos estará basada en la interpretación de las leyes existentes de los países en que se encuentra sus regulaciones financieras. La poca claridad que existe con respecto a los derechos de los consumidores (clientes) en relación con las empresas de inversiones en CFD, aumenta las posibilidades a que los clientes minoristas puedan enfrentar alguno de los riesgos inherentes a este producto financiero (Riesgo Sistemático, Contrapartida, Ejecución de órdenes, etc.), donde cuya solución podría ser más costosa (traslados, juicios en el extranjero, contrato de abogados, etc.) que el reparo de estos mismos riesgos.

Tabla N°4 Empresas de inversiones en CFD que poseen oficina comercial en territorio nacional.

Institucion	Origen	Fundacion	Presencia en Chile	Activos Subyacentes						Origen Contrato
				A	B	C	D	E	F	
<i>Capitaria</i>	Chile	2007	2007	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Islas Virgenes Britanicas
<i>XTB</i>	Polonia	2003	2011	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Belize
<i>Admiral Markets</i>	Reino Unido	2001	2014	✓	✓	✓	✓	✓		Reino Unido
<i>Avatrader</i>	Irlanda	2006	2016	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Islas Virgenes Britanicas
<i>City Credit Capital</i>	Reino Unido	2001	2015	✓	✓	✓				Reino Unido
<i>Alpari</i>	Reino Unido	1998	2017	✓	✓	✓	✓			San Vicente y las Granadinas

Fuente: Elaboración propia / Oferta de CFD basados en Activos Subyacentes como:

(A) Forex (B) Índices Bursátiles (C) Materias Primas (D) Acciones (E) ETF (F) Criptomonedas

La oferta que entregan estas empresas de inversión es bastante homogénea, dado que la mayoría de estas firmas ofrecen este producto financiero bajo activos subyacentes similares (Forex Exchange, Commodities, Índices Bursátiles, Acciones, ETF, Bonos e, incluso, Criptomonedas). En relación a las plataformas de negociación, gran parte de la muestra permite acceder a estos productos financieros a través de la plataforma Metatrader 4⁶⁸ aunque muchas de estas empresas han logrado desarrollar sus propias plataformas de negociación.

La totalidad de las firmas en la muestra presentan similares alternativas, en cuanto a la entrega de información sobre este producto financiero, desde

⁶⁸ Metatrader 4, plataforma comercial diseñada por la empresa MetaQuotes desde el año 2000.

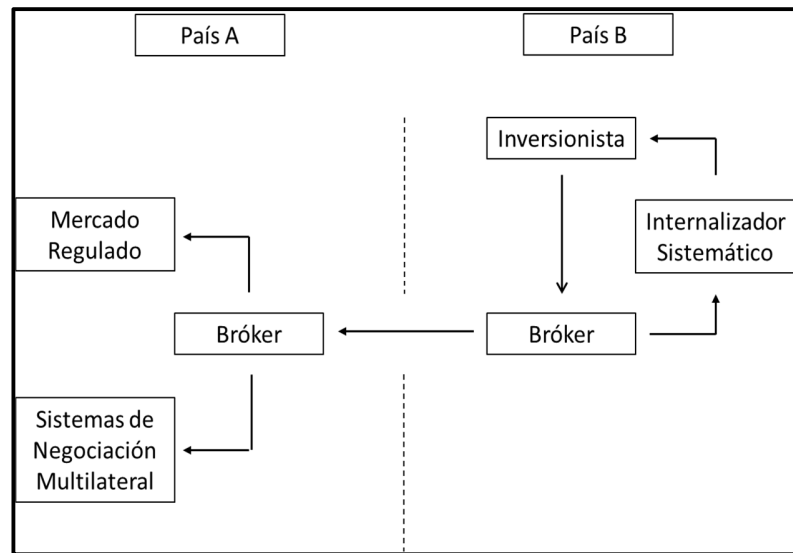
capacitaciones continuas (vía online y/o presencial) que incluyen el manejo de sus plataformas de negociación, aspectos operativos involucrados en este tipo de inversiones y tanto informes como análisis de los mercados financieros que presentan “oportunidades de trading” sobre los mercados financieros ya sea a través de sus portales de Internet o correos electrónicos. Sin embargo, en base a este último punto, estas empresas de inversión hacen explícito dentro de sus contratos de apertura de cuenta, que no prestan asesoramiento de inversiones y no entregan recomendaciones de “trading” para alentar la compra o vender alguna posición o instrumento financiero hacia sus clientes

4.2 Ejecución de órdenes en las firmas de inversiones en CFD en Chile.

La totalidad de las empresas de inversión de CFD en Chile actúan como “Principal” ante las órdenes ejecutadas por sus clientes (bajo este escenario, el cliente actúa como un “Agente”). En este caso, la empresa de inversión recibirá la orden generada por el inversionista y escogerá el lugar donde realizará el proceso de Verificación y Confirmación en base a sus políticas internas. La mayor parte de la muestra entrega dos tipos de ejecuciones de órdenes: A) En un mercado regulado o un centro u organismo multilateral de negociación⁶⁹; B) Internalizado Sistemático.

⁶⁹ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. “Sistema multilateral de negociación (SMN)”: Sistema multilateral que permite reunir (dentro

Imagen N°3 Proceso de negociación de CFD en empresas de inversión en Chile



Fuente: Elaboración propia

Dentro de la primera categoría de ejecución de órdenes, las empresas de inversiones tenderán a buscar aquellos lugares donde puedan encontrar la mayor probabilidad de liquidación. Dentro del centro de negociación escogido, las empresas de inversión igualarán la orden ejecutada por el inversionista con otra orden de una contraparte de acuerdo a las reglas de trading correspondientes del centro de negociación.

del sistema y según sus normas no discrecionales) los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas.

Cuando la empresa de inversión realiza la ejecución de las órdenes de los inversionistas fuera de un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación, la orden del cliente puede ser ejecutada contra una tercera parte, donde muchas de estas firmas estipulan que podrán ser otras empresas de inversiones e incluso con las órdenes de otro usuario de sus servicios, estableciéndose como un internalizador sistemático sobre las negociaciones de este producto financiero. Muchas firmas establecen que no presentan obligación en informar al cliente al momento de ejecutar sus órdenes fuera de los mercados regulados o sistemas multilaterales, aunque algunas permiten ser notificadas por parte de sus usuarios para que sus órdenes no sean ejecutadas fuera de estos centros de negociación.

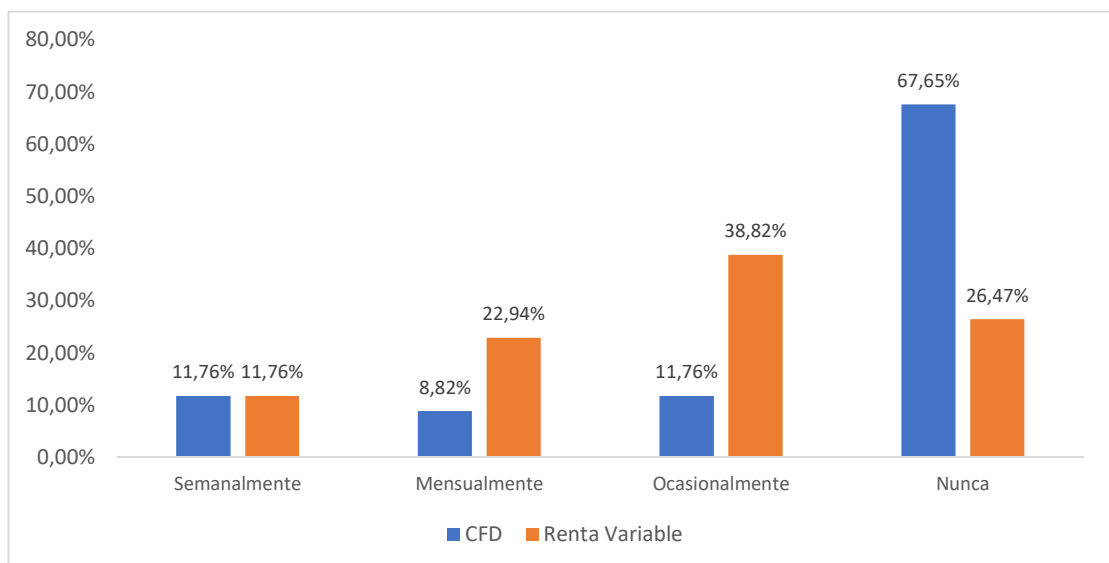
4.3 Características de los inversores minoristas de CFD en Chile

Dada la poca información que se cuenta sobre la industria de los Contratos por Diferencia en Chile, se ha utilizado una muestra con resultados obtenidos de un KYC⁷⁰ (“Know your customer”) en clientes minoristas que han abierto una cuenta de inversión en una empresa de servicios financieros ligados a este instrumento y establecida en territorio nacional, donde el funcionamiento de su proveedor de liquidez está bajo la regulación de la FCA, entre los años 2016 y

⁷⁰ Financial Conduct Authority. 2019. Conduct of Business Sourcebook. [en línea] COBS 10.2 Assessing appropriateness: the obligations <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook>> [Consulta: 20 de Abril 2019].

2018. Para esta tesis se utilizarán los resultados de algunas preguntas de este formulario, cuya finalidad es permitir describir las principales características de los inversores que acceden a negociar CFD dentro de su portafolio de inversiones.

Gráfico N°5 Frecuencia de inversión en instrumentos financieros por parte de nuevos usuarios que ingresan a una empresa de inversiones en CFDs establecida en Chile.



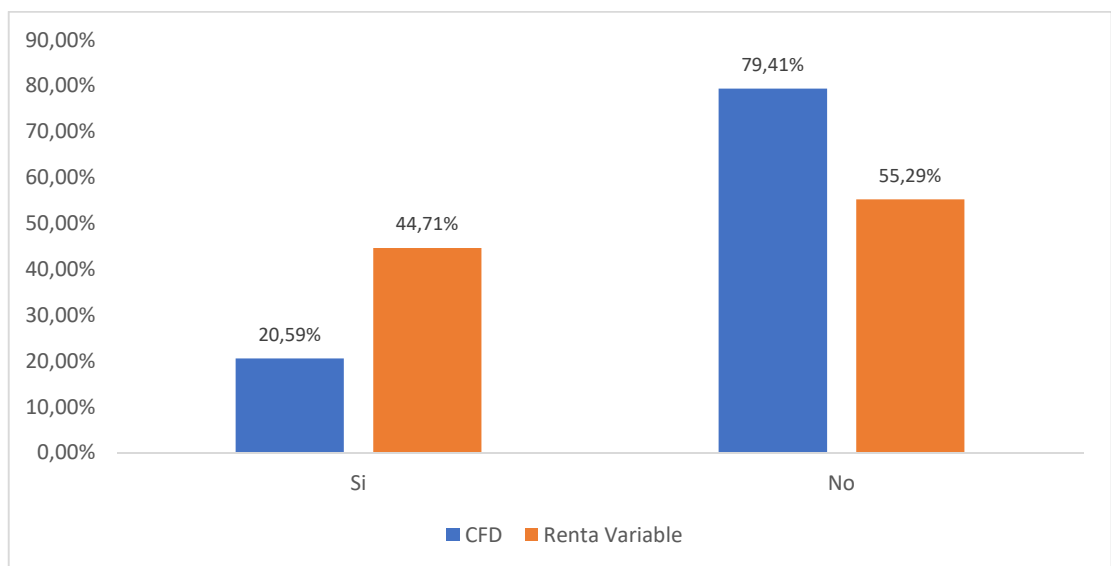
Fuente: Elaboración propia, en base a una muestra de 130 respuestas.

En torno al 74 por ciento ha indicado que ha realizado algún tipo de inversión dentro del mercado financiero, mientras que el uso de CFD (por parte de la

muestra) se acerca al 23 por ciento. En el gráfico N°5, podemos apreciar la participación de estos inversionistas dentro del mercado de capitales en el último tiempo. Ante este escenario es posible verificar una baja experiencia sobre este instrumento financiero por parte de los futuros inversionistas.

Por otro lado, ante la interrogante sobre la frecuencia del uso de instrumentos financieros dentro de los dos trimestres previos a la apertura de su cuenta de inversiones, y cuyos resultados podemos observar en el gráfico N°6, se obtiene que la utilización de CFD como alternativa de inversión no ha sido prioridad dentro de sus portafolios, siendo señalada su utilización como instrumento de inversión en torno al 21 por ciento.

Gráfico N°6 Frecuencia en el uso de instrumentos financieros en los dos trimestres previos a la apertura de cuentas por parte de nuevos usuarios que ingresan a una empresa de inversiones en CFDs establecida en Chile.

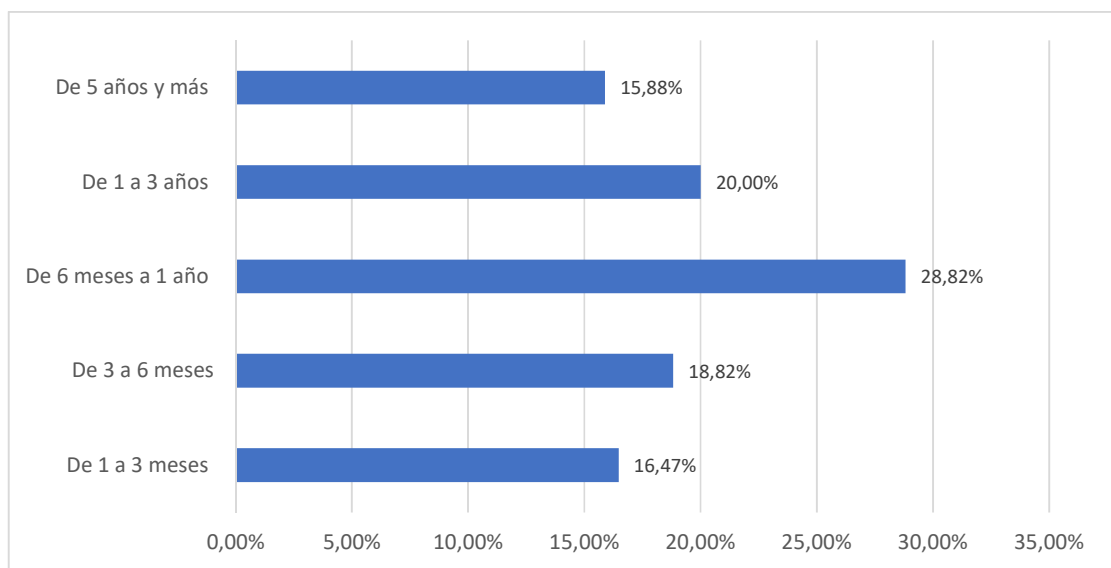


Fuente: Elaboración propia, en base a una muestra de 130 respuestas.

Con respecto al horizonte de tiempo para los retornos esperados en sus inversiones sobre CFD, cuyos resultados los podemos observar en el gráfico N°7, es relevante enfatizar que cerca del 64 por ciento de las respuestas obtenidas son de muy corto plazo (no mayor a un año). Cabe destacar que a pesar de que un bajo porcentaje de los inversionistas ha indicado que ha realizado operaciones sobre este instrumento financiero (previo a la apertura de una cuenta de inversiones), la presión por obtener retornos en el menor tiempo posible podría aumentar las señales de ansiedad sobre la operativa del inversionista,

conllevando a un aumento considerable en el uso de un mayor apalancamiento y/o realizar operaciones en base a recomendaciones de inversión con un mínimo respaldo de análisis financiero, lo que podría provocar grandes pérdidas sobre sus patrimonios.

Gráfico N°7 Horizonte de inversión por parte de nuevos usuarios que ingresan a una empresa de inversiones en CFDs establecida en Chile.

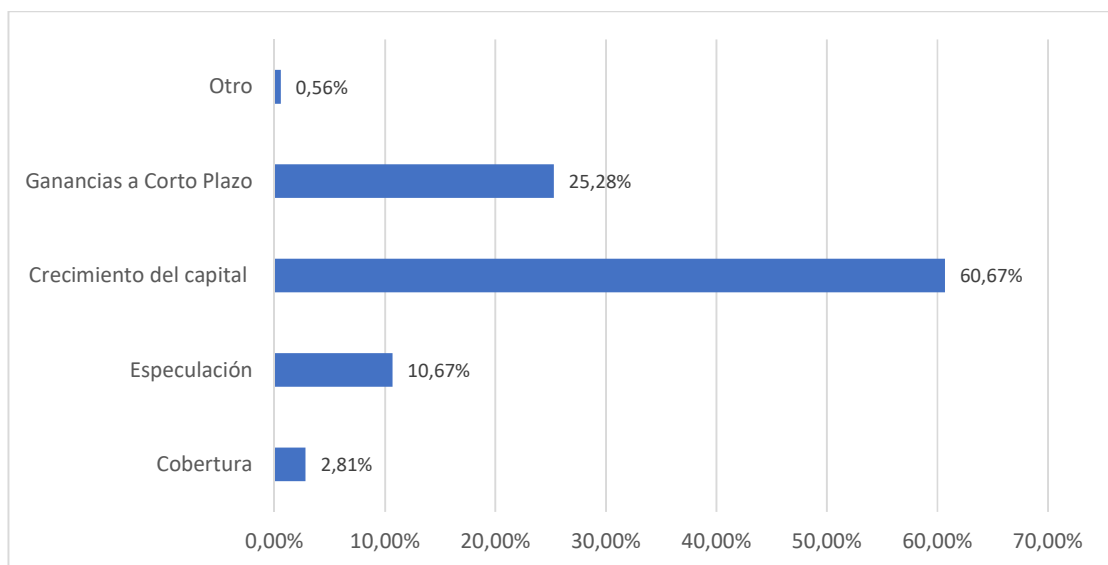


Fuente: Elaboración propia, en base a una muestra de 130 respuestas.

El objetivo de inversión sobre CFD de los futuros inversionistas también es relevante dentro de este cuestionario, cuyos resultados podemos apreciar en el gráfico N°8. El principal objetivo de inversión es un “crecimiento de capital” sobre sus patrimonios, reflejándose en un 60,67 por ciento de las respuestas obtenidas,

mientras que un 25,28 por ciento busca “ganancias de corto plazo” sobre sus inversiones. Estos resultados muestran que los potenciales inversionistas esperan que los retornos en sus inversiones sobre este instrumento financiero estén alineados con sus horizontes de inversión mencionados anteriormente, donde la gran mayoría busca resultados más en el corto plazo que realizar una estructura de inversión de mayor tiempo.

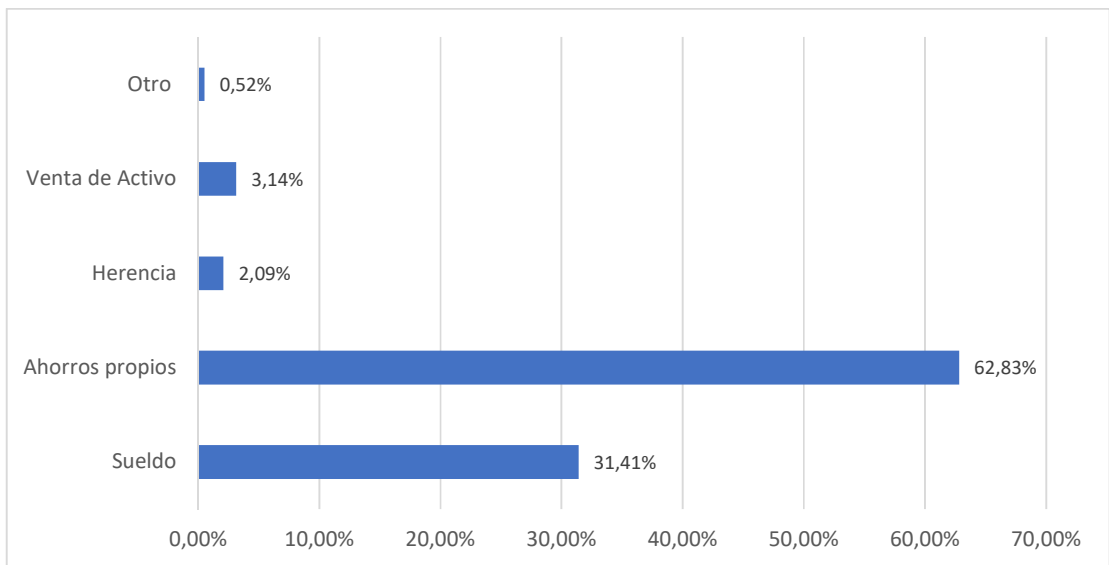
Gráfico N°8 Objetivos de inversión por parte de nuevos usuarios que ingresan a una empresa de inversiones en CFDs establecida en Chile.



Fuente: Elaboración propia, en base a una muestra de 130 respuestas.

Por último, se han analizado las respuestas entregadas en relación a las fuentes de ingresos que se utilizarán para la realización de inversiones sobre CFD, cuyos resultados podemos observar en el gráfico N°9. Se hace presente en estos resultados que, en torno al 94 por ciento, los futuros inversionistas utilizan fuentes de ingresos relacionados a “sueldos” y “ahorros”. En base a estos resultados, es necesario que se maximicen los esfuerzos en fomentar el conocimiento sobre los riesgos asociados en este tipo de inversiones, desde las autoridades financieras hasta las firmas que facilitan estos productos a los inversionistas, con el fin de disminuir las potenciales pérdidas asociadas a este tipo de inversión y asimilar que el uso de capitales sobre esta operativa debe estar asociada a capitales “de riesgo” y no a aquellos destinados a otra índole de la vida personal de cada inversionista.

Gráfico N°9 Fuentes de ingresos disponible para desarrollar inversiones por parte de nuevos usuarios que ingresan a una empresa de inversiones en CFDs establecida en Chile.



Fuente: Elaboración propia, en base a una muestra de 130 respuestas.

CAPÍTULO 5: PRIMEROS PASOS PARA ESTRUCTURAR UN MARCO REGULATORIO SOBRE LAS NEGOCIACIONES DE LOS CONTRATOS POR DIFERENCIAS EN CHILE

Dada la preocupación mostrada por las distintas autoridades financieras por la rápida penetración de diversas innovaciones tecnológicas financieras (FinTech), a las cuales cualquier ciudadano puede tener un fácil acceso, es necesario comenzar a establecer los primeros pasos para estructurar un marco normativo sobre los Contratos por Diferencia en Chile.

Se propone distinguir ciertas normas que ya están instauradas dentro del mercado de valores nacional y complementarlas con otras observadas en regulaciones extranjeras que han establecido el uso de CFD dentro de sus mercados, para constituir los primeros cimientos sobre su uso por parte de los inversionistas nacionales.

1. Establecer a los CFD como un derivado financiero

Al igual que en el sistema financiero europeo, donde la operativa en los contratos por diferencia están establecidos como instrumentos de inversión

regulado y cuya supervisión está regida por sus máximas autoridades financieras, ESMA dentro de la Unión Europea y CFA en Reino Unido, la responsabilidad de estructurar un modelo de negociación sobre este producto financiero dentro del territorio nacional recae directamente en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), lo que permitirá que nuestra autoridad financiera pueda ser el principal supervisor de las actividades de las firmas de servicios de inversión en CFD dentro del territorio nacional, y ser el primer filtro educativo hacia los inversionistas no calificados que buscan nuevas alternativas de inversión.

Como observamos en la sección 1.2.1 (“Apalancamiento de CFD”), el mercado nacional cuenta con la negociación de derivados financieros, por los cual es posible un acercamiento a establecer a los contratos por diferencia como un instrumento financiero que posea una normativa reguladora que permita su funcionamiento dentro del territorio chileno.

2. Estandarizar las normativas legislativas en torno a marcos regulatorios de referencia

Dado que la mayor parte de las empresas de servicios de inversiones en CFD que están establecidas en territorio nacional se encuentran bajo regulaciones extranjeras, es necesario que la normativa que se determine esté en línea con

los mercados financieros en que la operativa de este instrumento esté consolidada. En el caso de seguir la regulación interpuesta por los principales reguladores financieros europeos (MiFID II), se abre la posibilidad a la creación de alianzas normativas entre los mercados que se traduciría en una mayor profundización del mercado nacional y la implementación de una estructura de negociación bajo estándares internacionales, permitiendo entregar un mayor respaldo en el establecimiento de una mayor competencia entre las empresas de servicios de inversión y aumentar los derechos de los consumidores en relación al uso de los Contratos por Diferencia dentro de sus portafolios de inversiones.

3. Establecer a las firmas de servicios financieros en CFD como agentes vinculantes

Como apreciamos en la muestra de empresas de servicios de inversión de CFD establecidas en territorio nacional (Tabla N°4), en su mayoría estas firmas pueden definirse como agentes vinculados⁷¹, presionando la creación de nuevos marcos jurídicos para su desarrollo dentro de Chile.

⁷¹ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Agente Vinculado: persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de servicios de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios.

Bajo la normativa MiFID II, las empresas de servicios de inversión que decidan establecer un agente vinculado tendrán que mantener la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del agente vinculado cuando actúe en nombre de la empresa⁷². La supervisión de sus agentes vinculados recae directamente sobre la empresa de servicios de inversión que establece que, a su vez, deberá reportar ante las autoridades financieras pertinentes “la capacidad con que actúan y de la empresa de servicios de inversión a la que representan cuando se pongan en contacto o antes de negociar con cualquier cliente o posible cliente”.

Todos los agentes vinculados deberán permanecer inscritos en registros públicos donde estén establecidos, permitiendo a las autoridades financieras asegurar de no inscribir a un agente vinculado hasta que se “haya comprobado que tiene suficiente honorabilidad y posee los conocimientos y las competencias generales, comerciales y profesionales apropiados para poder prestar el servicio de inversión y comunicar con precisión al cliente o al posible cliente toda la información pertinente sobre el servicio propuesto”.

⁷² UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Art.29 Obligaciones de las empresas de servicios de inversión que designan agentes vinculados Punto 2.

4. Proseguir con el mejoramiento de la infraestructura de mercado de derivados

El actor relevante en este punto es la Bolsa de Comercio de Santiago, dada su responsabilidad sobre la infraestructura financiera para la negociación de instrumentos derivados en territorio nacional. En el último tiempo, esta institución ha comenzado a desarrollar algunos productos derivados⁷³ que, junto a la CCLV Contraparte Central, han permitido una mayor estandarización en la formación y comercialización de estos productos dentro del mercado de capitales nacional, en línea a los requerimientos de regulaciones a nivel internacional (IOSCO y CPSS).

A pesar que los niveles de la infraestructura de mercados de derivados en Chile aún se encuentran en niveles básicos, entrega una excelente oportunidad para que las empresas con servicios en inversiones de CFD puedan acceder a la oferta de este tipo de instrumentos hacia sus potenciales clientes, y con ello aumentar la liquidez de los mismos dentro del mercado nacional.

⁷³ BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO. Derivados [en línea]
<<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Derivados.aspx>> [consulta: 20 de abril]

5. Establecer normas sobre la publicidad y promociones sobre este instrumento financiero

Desde la regulación europea podemos apreciar que “las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su venta a clientes deberán garantizar que dichos instrumentos estén diseñados para responder a las necesidades de un mercado destinatario definido de clientes finales dentro de la categoría de clientes pertinentes”. En base a este mismo punto, la normativa financiera europea entrega un fuerte énfasis a que toda “información sobre los instrumentos financieros deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos, y si éste está pensado para clientes calificados o no calificados”.

Ante este escenario, se ha impulsado mecanismos que estandaricen los avisos de riesgos, desde estatutos que contengan información clara y efectiva asociados a la operativa de los Contratos por Diferencia hacia los clientes minoristas (previo a la apertura de la cuenta de inversión) como la publicación del porcentaje de Ganancias/Pérdidas de las cuentas de sus clientes en tramos tanto trimestrales como anuales⁷⁴, lo que posibilitará que el cliente o potencial cliente

⁷⁴ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. 2016. Consultation Paper CP 16/40: Enhancing conduct of business rules for firms providing contract for difference products to retail clients. (24).

obtenga la mayor información posible sobre los riesgos asociados a estos productos financieros y les ayude a tomar una decisión más completa al momento de iniciar sus inversiones.

De este mismo modo, MiFID II señala que “toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigida por las empresas de servicios de inversión a clientes o posibles clientes deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias serán claramente identificables como tales”⁷⁵. En base a esta referencia, la regulación europea busca facilitar “de manera comprensible que los actuales o potenciales clientes sean razonablemente capaces de comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y el tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, que les permita tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa”. Esta misma directriz se debería establecer como un pilar relevante al establecer un marco normativo dentro de los CFD en territorio nacional.

⁷⁵ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Artículo 24. Punto 3.

6. Requisitos de Idoneidad para el inversionista no calificado

Las empresas de servicios de inversiones dentro de la normativa europea (MiFID II) deben recabar “la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente o posible cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, su situación financiera, incluida su capacidad para soportar pérdidas, y sus objetivos de inversión incluida su tolerancia al riesgo, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que sean idóneos para él y que, en particular, mejor se ajusten a su nivel de tolerancia al riesgo y su capacidad para soportar pérdidas”⁷⁶. En base a este escenario, las empresas deberán establecer medidas que permitan evaluar la comprensión del cliente sobre los riesgos involucrados de inversión, como de la relación entre el riesgo y el rendimiento de esta, resultando primordial para que las empresas de servicios de inversión actúen enfocadas en el “mejor interés del cliente” a la hora de llevar a cabo la evaluación de la idoneidad.

En esta misma línea, según la norma interpuesta por la MiFID II, para llevar a cabo una evaluación de la idoneidad, la información a obtener debe incluir “diferente elementos susceptibles de afectar, por ejemplo, a la situación

⁷⁶ UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE art. 25. Punto 2.

financiera (incluida la capacidad para asumir pérdidas) o a los objetivos de inversión (incluida la tolerancia al riesgo)". También hace referencia a la valorización que deben tener las empresas con la comprensión de las nociones financieras básicas que posee el cliente o potencial cliente, "considerando utilizar ejemplos ilustrativos y comprensibles de los niveles de pérdida/rentabilidad que pueden surgir en función del nivel de riesgo asumido y deberían evaluar la reacción del cliente en tales hipótesis"⁷⁷.

En el caso de los contratos por diferencia, los cuales son determinados como instrumentos financieros complejos⁷⁸, las empresas deberán analizar si es necesario recoger mayor información, con el objetivo de poder evaluar la capacidad del cliente para comprender y soportar financieramente los riesgos asociados a dichos instrumentos. Para este tipo de instrumentos financieros, ESMA aspira a que las empresas "lleven a cabo una evaluación sólida de, entre otras cosas, los conocimientos y la experiencia del cliente, su capacidad para comprender los mecanismos que hacen que el producto de inversión sea complejo, si el cliente ya ha negociado con dicho producto, el periodo de tiempo que ha estado negociando con ellos, etc."

⁷⁷ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2018. Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II. [en línea] < <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/ESMA35-43-1163> > [consulta: 20 abril 2019].

⁷⁸ Autoridad Europea de Valores y Mercados. 2014. Advertencia a los inversores. Riesgos de las inversiones en productos complejos. 07 febrero 2014.

En Chile, la Bolsa de Comercio de Santiago ha establecido una directiva sobre “la relación de corredores con sus clientes inversionistas no calificados”⁷⁹, lo cual puede ser interpretado como una buena aproximación sobre los requisitos de idoneidad interpuestas por la normativa financiera europea. Bajo esta directiva, el corredor solicitará al cliente responder una encuesta referida a las operaciones que pretenda realizar por medio de esta institución y que contenga al menos las siguientes materias⁸⁰:

- Objetivos de las inversiones.
- Horizonte temporal de la inversión.
- Necesidades de liquidez asociadas a la inversión.
- Preferencias de riesgo del cliente asociadas a la inversión.
- Productos con que ha operado anteriormente el cliente.
- Conocimientos del cliente en materias financieras.

Esta estructura podrá ser replicada por parte de las empresas de servicios de inversiones en CFD establecidas en Chile, con el fin de determinar el perfil de inversionista de cada uno de sus clientes. En los casos que un cliente solicite operar estos productos financieros y se establezca que no es adecuado bajo su

⁷⁹ Bolsa de Comercio de Santiago. 2011. Directivas sobre relación de los corredores con sus clientes inversionistas no calificados. Mayo 2011.

⁸⁰ Bolsa de Comercio de Santiago. 2011. Directivas sobre relación de los corredores con sus clientes inversionistas no calificados. Art. 3. Mayo 2011.

perfil de inversionista, al igual que los corredores de bolsa⁸¹, las empresas financieras ligadas a estos instrumentos de inversión deberán emanar una advertencia, dejando constancia del conocimiento de tal advertencia por parte del cliente.

7. Las empresas de servicios de inversiones de CFD deberán proporcionar información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes

Dentro de la regulación europea, las empresas de servicios de inversiones están obligadas a proporcionar a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes, la cual deberá ser explicada claramente, con el suficiente detalle y de manera que pueda ser comprendida fácilmente por los usuarios de sus servicios⁸². Para los casos en que la ejecución de las órdenes de los clientes se realice fuera de un centro de negociación regulado (en el caso de los Internalizadores Sistemáticos), las empresas de servicios de inversión deberán informar de dicha posibilidad a sus clientes, aunque se exige que el uso de esta política de ejecución obtenga el consentimiento previo de sus clientes. De aplicarse esta medida, entregaría mayor información al actual y potencial

⁸¹ Bolsa de Comercio de Santiago. 2011. Directivas sobre relación de los corredores con sus clientes inversionistas no calificados Art. 10. mayo 2011.

⁸² UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Art. 27. Obligación de ejecutar las ordenes en las condiciones más ventajosas para el cliente. Punto 5.

cliente de los mecanismos operativos de este proceso de negociación lo que aumentaría su capacidad de tomar una decisión más acabada para ingresar a este mercado financiero.

8. Establecer programas de educación continua, cuyos orígenes sean tanto públicas como privadas

Es necesario que tanto las autoridades financieras y las firmas de servicios de inversión en Contratos por Diferencias establezcan programas de educación sobre la operativa de estos productos financieros. Debe existir un fuerte énfasis sobre los riesgos que enfrentan los potenciales inversionistas, especialmente sobre el uso de apalancamiento y el efecto sobre sus patrimonios.

9. Impuestos sobre los Contratos por Diferencia en Chile

El Servicios de Impuestos Internos (SII), a través de su Oficio N°963 ha establecido que “las rentas que se obtenga producto de la compra y venta de bitcoins, o de cualquier otro activo virtual o digital, se clasifican en el N°5, del artículo 20 de la Ley de Impuestos a la Renta, las que deberán declararse en el Formulario N°22, sobre Declaración Anual de Impuestos a la Renta”. Este nuevo

escenario entrega una importante oportunidad a todos los agentes económicos nacionales, dada la posible obtención de información muy valiosa para cuantificar el número de inversionistas que están insertos en inversiones “que carecen de regulación en Chile “ y “no son controladas por un emisor central” según los antecedentes expuestos por el SII en este mismo oficio, podremos extender dicho tratamiento tributario hacia las inversiones sobre los Contratos por Diferencia, lo que permitirá desde el punto de vista de regulación financiera como tributaria dentro del territorio nacional.

CONCLUSIONES

En los últimos años, las innovaciones tecnológicas financieras han experimentado un crecimiento sostenido y su alcance cada vez es más global. Dentro de estas innovaciones encontramos el desarrollo de la industria de Contratos por Diferencia, presente también en nuestro país, pese a que existe muy poca información sobre este instrumento y su impacto dentro del mercado financiero nacional. Al no existir una regulación adecuada y puntual sobre él, seguirá existiendo la posibilidad que muchos inversionistas no calificados estén expuestos a los riesgos asociados a su operación.

Dentro de la investigación realizada en esta tesis, se puede observar que la mayor parte de los inversionistas que ingresan a los mercados de capitales a través de estos instrumentos financieros presentan ciertas características que aumentan las probabilidades de obtener pérdidas sobre sus patrimonios dentro del proceso de negociación de CFD`s. Es por esto, que el establecer una estructura normativa sobre esta industria por parte de las autoridades nacionales, teniendo referencia de aquellas legislaciones que ya cuentan con este instrumento financiero dentro de sus mercados de valores, como es el caso de Reino Unido y de la Unión Europea, podrá permitir:

- Mayor protección sobre los consumidores

Lo que involucraría desde la seguridad de sus datos, hasta la prestación de servicios por parte de las firmas que integran esta industria. En un principio, el inversionista no calificado obtendría una mayor protección sobre la operativa en este instrumento financiero, debido a la mayor fiscalización por parte de las autoridades financieras nacionales al establecerse los CFD`s como un instrumento financiero (Punto 1. Establecer a los CFD`s como un derivado financiero). Estas empresas financieras estarían condicionadas bajo las mismas normas que las corredoras de bolsa o agentes de valores, desde la forma de comercialización de sus productos, acreditación de sus asesores, hasta sus servicios de negociación y postventa.

En segundo lugar, al establecer una norma tributaria sobre la negociación de este tipo de instrumentos financieros (Punto 8. Impuestos sobre los Contratos por Diferencia en Chile), a través del Servicio de Impuestos Internos podremos obtener información sobre las características de estos inversionistas y adoptar políticas públicas más eficaces sobre la aplicación de estos instrumentos dentro de los portafolios de inversión de los inversionistas nacionales.

- Reducir la asimetría de información existente en la relación entre inversionista no calificado y las empresas financieras oferentes de CFD`s

Una mayor participación de las autoridades financieras aumentaría la información disponible sobre la operativa de estos instrumentos financieros (Punto 8. Establecer programas de educación continua, tanto pública como privada) permitiendo a los actuales y/o potenciales usuarios desarrollar una decisión de inversión más completa al momento de ingresar a negociar estos instrumentos financieros (por ejemplo, conociendo de antemano los riesgos asociados a su operativa y al modelo de negocios que presenta la empresa financiera oferente de CFD`s), lo que reduciría el ingreso de inversionistas no calificados con menores experiencia dentro de los mercados de capitales (Gráfico N°5 y Gráfico N°6).

- Disminuir el riesgo moral existente en la industria de los CFD`s

El conocer los modelos de negocios de las empresas financieras ligadas a estos instrumentos financieros (Punto N°7. Las empresas de servicios de inversiones de CFD`s deberán proporcionar una información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes), podría permitir al inversionista distinguir entre

aquellas empresas cuyos procesos de negociación se encuentran bajo la regulación de una autoridad financieras, sobre aquellas que operan sin el amparo de una completa normativa sobre estos instrumentos financieros.

Mientras mayor información obtenga el inversionista no calificado sobre la industria de los CFD`s, permitirá reducir el impacto que tendrán las potenciales campañas publicitarias que desarrollen estas empresas (Punto N°5. Establecer normas sobre la publicidad y promociones), permitiendo a los inversionistas no calificados tener mayor cautela al momento de ingresar a los mercados de capitales a través de estos instrumentos financieros. En este punto será relevante la normativa sobre los procesos comerciales de las diversas empresas financieras, ya que éstas tienden a buscar potenciales clientes destacando las rentabilidades que se pueden lograr, al usar este “apalancado” instrumento financiero en desmedro de los riesgos que están asociados a su uso. Además, un buen punto de partida es la regulación sobre el nivel de apalancamiento que deben tener los CFD`s, ya que hasta el momento esto queda a discreción de las empresas que lo ofrecen.

Por otro lado, el establecer una estructura normativa sobre este instrumento financiero, tendería a reducir la influencia de los equipos comerciales de estas empresas sobre la decisión de inversión de los potenciales usuarios. Donde gran

parte de las empresas, dentro de esta industria financiera, obtiene sus ingresos a través de un modelo “Bid - Ask Spread”.

Una mayor educación financiera sobre el uso de estos instrumentos de inversión, tenderán a minimizar la ansiedad experimentada sobre la operativa de su cuenta de inversión (disminución de apertura de operaciones) y desarrollar un correcto uso del apalancamiento entregado por estos instrumentos, lo que entregaría un mayor horizonte de inversión en su negociación (Gráfico N°7 y Gráfico N°8).

- Aumentar los niveles de cooperación entre las autoridades financieras de distintos mercados de capitales

La posibilidad de establecer una normativa sobre los CFD`s en base a otros mercados de capitales donde esté permitida su negociación (Punto 2. Estandarizar las normativas legislativas en torno a marcos regulatorios de referencia) permitirá adelantar trabajo en la implementación de importantes puntos regulatorios sobre el desarrollo de la industria de las empresas financieras en CFD`s en territorio nacional. Como también, mantener un control transversal sobre las distintas empresas que no presenten los requerimientos mínimos en su

oferta de CFD`s, y que éstas puedan ser rápidamente detectadas e informadas al resto de las autoridades financieras pertinentes.

Por otro lado, la interacción entre las diversas autoridades financieras permitiría perfeccionar la actual infraestructura financiera nacional (Punto 4. Proseguir con el mejoramiento de la infraestructura de mercados de derivados) permitiendo adaptar políticas de supervisión y /o negociación dentro de todos los procesos de negociación de los instrumentos financieros negociados en mercados OTC. En este punto, es de vital importancia, la intervención de los distintos agentes económicos del mercado de capitales nacional, como la Bolsa de Comercio de Santiago y la CCLV, cuyo papel radicaría en el desarrollo de nuevos productos, permitiendo aumentar el monto de negociación dentro de la plaza nacional, dado que potenciales clientes ingresarían a negociar. Por ejemplo, contrapartes centrales extranjeras certificadas por autoridades financieras ligadas a estos convenios. Este punto se potenciará con la aparición de las opciones sobre acciones nacionales, que muy pronto podrían estar a disposición de los inversionistas locales.

Finalmente, el establecer un marco regulatorio en línea a los principales mercados de capitales en donde la negociación de CFD`s esté permitida, aumentaría la entrada de nuevas empresas financieras, lo que promovería la

competitividad dentro de esta industria, obteniendo una oferta bastante homogénea y mejores condiciones de negociación hacia sus actuales y/o potenciales clientes.

En un comienzo, es fundamental el establecimiento de una educación financiera tanto pública como privada sobre este derivado financiero, que entregue una información completa sobre su estructura y los riesgos subyacentes que asume el inversionista. También es relevante una mayor interconexión entre las partes que conforman este mercado en Chile, desarrollando una relación directa entre las autoridades financieras y las empresas que entregan servicios en inversiones de Contratos por Diferencia, con el fin de obtener valiosa información que permita un adecuado desarrollo de este mercado y la generación de beneficios sobre el mercado de capitales nacional.

Al cimentar los primeros pasos hacia una estructura normativa sobre las empresas financieras ligadas a los CFD`s, que han establecido oficinas comerciales en Chile, podría desincentivar que actuales y/o potenciales usuarios de este instrumento financiero accedan a firmas establecidas en el extranjero con precarios niveles de supervisión y fiscalización. Por otro lado, aumentarán el flujo de capitales extranjeros hacia firmas nacionales que estén supeditadas bajo una

normativa financiera establecida por las autoridades chilenas, resaltando la solidez de estas instituciones en el ámbito internacional.

La intención de esta tesis no es intentar impedir el uso de los CFD`s en territorio nacional para los inversionistas minoritario, sino realizar una reflexión sobre esta industria y los riesgos que podría generar si se mantiene una leve supervisión. El establecer una estructura normativa sobre estos instrumentos financieros dentro del territorio nacional, permitiría una mejor interacción entre los agentes económicos ligados a los mercados de capitales, donde el inversionista no calificado obtenga una completa información sobre los aspectos relevantes de este instrumento financiero (reducción de la asimetría de información) y mayor respaldo tanto sobre su operativa de inversión como en el asesoramiento recibido por parte de las firmas financieras (reducción del riesgo moral).

BIBLIOGRAFÍA

1. AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENTS COMMISSION. 2010. Contracts for difference and retail investors. July 2010
2. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. 2013. Advertencia a los inversores. Contracts for Differences (CFDs) 2013/267. febrero 2013
3. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. 2014. Advertencia a los inversores. Riesgos de las inversiones en productos complejos. 2014/154 ES. febrero 2014.
4. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. 2018. Decisión (UE) 2018/796 de restringir provisionalmente los contratos por diferencia en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.
5. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. 2018. Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II. [en línea] <<https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/ESMA35-43-1163>>
6. BANCO CENTRAL DE CHILE. 2013. Mercado de Derivados y su Infraestructura: Aspectos Relevantes de la discusión Internacional y su Aplicación en Chile [en línea] <<https://www.bcentral.cl/web/guest/-/mercado-de-derivados-y-su-infraestructura-aspectos-relevantes-de-la-discusion-internacional-y-su-aplicacion-en-chi-1>>
7. BANCO CENTRAL DE CHILE. 2015. Innovaciones en el sistema financiero internacional y su situación a nivel local. Informe de Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2015 (41-42).
8. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2016. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2016 Monetary and Economic Department [en línea] <<https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>>
9. BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO. 2011. Directivas sobre relación de los corredores con sus clientes inversionistas no calificados. Mayo 2011

10. BROWN, C., DARK, J. and DAVIS K. 2010. Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects [en línea] The Journal of Futures Markets. Vol. 30, issue 12 December 2010 <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/fut.20475>> [consulta: 20 de febrero 2019]
11. CHILE. Ministerio de Hacienda. 1981. Ley 18.045: Ley de Mercado de Valores, octubre 1981.
12. CHILE. Ministerio de Hacienda. 2011. Ley 20.544: Regula el tratamiento tributario de los Instrumentos Derivados, octubre 2011
13. EL MUNDO. 2015. La tormenta suiza acaba con varios brokers y daña a la banca [en línea] <<https://www.elmundo.es/economia/2015/01/16/54b93e7b268e3ef1418b4576.html>> [consulta: 03 de marzo 2019]
14. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. 2016. Consultation Paper CP 16/40: Enhancing conduct of business rules for firms providing contract for difference products to retail clients. December 2016
15. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. 2019. Conduct of Business Sourcebook. [en línea] <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook>>
16. OXERA CONSULTING LTD. 2007. Methodology for monitoring prices, costs and volumes of trading and post trading activities. July 2007
17. REINO UNIDO. Financial Services Authority. 2000. Financial Services and Markets Act 2000 Chapter 8, junio 2000.
18. SERVICIO NACIONAL DEL CONSUMIDOR. 2015. Educación financiera en jóvenes: claves para un desarrollo económico saludable [en línea] <<https://www.sernac.cl/portal/619/w3-article-4277.html>> [consulta: 03 de marzo 2019]
19. SERVICIO NACIONAL DEL CONSUMIDOR. 2015. Estudio Cuantitativo de Temas Financieros: Personas Mayores. [en línea] <<https://www.sernac.cl/portal/619/w3-article-4314.html>> [consulta: 03 de marzo 2019]
20. SUBSECRETARÍA DE TELECOMUNICACIONES. 2017. IX Encuesta de Acceso y Usos de Internet [en línea] <<https://www.subtel.gob.cl/estudios/internet-y-sociedad-de-la-informacion/>> [consulta: 03 marzo 2019]

21. UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2004. Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.
22. UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2012. Reglamento (UE) N° 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, julio 2012.
23. UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2012. Reglamento Delegado (UE) N° 149/2013 por el que se completa el Reglamento (UE) N° 648/2012 lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a las plataformas de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.
24. UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
25. UNION EUROPEA. Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 2014. Reglamento (UE) N° 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N° 649/2012.

ANEXOS

Anexo N°1

Principales características de los derivados financieros negociados en Chile a través de la Bolsa de Santiago.

	Contratos de Futuros IPSA	Contratos de Futuros Mini IPSA
Activo Subyacente	IPSA	IPSA
Sistema de Negociación	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Subasta Apertura: 8.30 – 8.40 horas • Negociación Continua: 8.40 – 16.00 (17.00) horas 	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Subasta Apertura: 8.30 – 8.40 horas • Negociación Continua: 8.40 – 16.00 (17.00) horas
Nemotécnico	IPSA-MMAA	IPSAM-MMAA
Cotización	Puntos del Índice	Puntos del Índice
Variación Mínima Negociación	0,1 puntos del Índice	0,1 puntos del Índice
Variación Máxima Diaria	± 8% Precio cierre día anterior.	± 8% Precio cierre día anterior.
Lote Padrón	IPSA X 3.000 veces su valor	IPSA X 300 veces su valor
Contraparte Central	CCLV Contraparte Central S.A.	CCLV Contraparte Central S.A.
Meses de Vencimiento	Marzo, junio, septiembre, diciembre.	Marzo, junio, septiembre, diciembre.
Garantía Corriente por Posición	10% valorización de la posición.	10% valorización de la posición.
Fecha de Vencimiento	3 ^{er} viernes de cada mes (de lo contrario, día hábil anterior).	3 ^{er} viernes de cada mes (de lo contrario, día hábil anterior).
Ultimo Dia Negociación	Día de vencimiento del instrumento.	Día de vencimiento del instrumento.
Precio de Cierre Diario	<i>Precio promedio ponderado, últimos 10 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>	<i>Precio promedio ponderado, últimos 10 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>
Precio Liquidación Diario	Precio de Cierre diario.	Precio de Cierre diario.
Precio Liquidación Vencimiento	Valor de cierre IPSA, día de vencimiento.	Valor de cierre IPSA, día de vencimiento.

	Contratos de Futuros DÓLAR	Contratos de Futuros Mini DÓLAR
Activo Subyacente	Dólar Observado expresado en pesos chilenos.	Dólar Observado expresado en pesos chilenos.
Sistema de Negociación	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 8.30 – 14.00 horas 	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 8.30 – 14.00 horas
Nemotécnico	DÓLAR-MMAA	DÓLAM-MMAA
Cotización	Pesos chilenos por dólar.	Pesos chilenos por dólar.
Variación Mínima Negociación	0,01 pesos por dólar.	0,01 pesos por dólar.
Variación Máxima Diaria	± 4% Precio cierre día anterior.	± 4% Precio cierre día anterior.
Lote Padrón	50.000 USD	5000 USD
Contraparte Central	CCLV Contraparte Central S.A.	CCLV Contraparte Central S.A.
Meses de Vencimiento	<ul style="list-style-type: none"> • 3 meses más próximos al vencimiento. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo. 	<ul style="list-style-type: none"> • 3 meses más próximos al vencimiento. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo.
Garantía Corriente por Posición	6,5% valorización de la posición.	6,5% valorización de la posición.
Fecha de Vencimiento	Ultimo día hábil del mes.	Ultimo día hábil del mes.
Ultimo Dia Negociación	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento.	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento.
Precio de Cierre Diario	<i>Precio promedio ponderado, últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>	<i>Precio promedio ponderado, últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>
Precio Liquidación Diario	Precio de Cierre diario.	Precio de Cierre diario.
Precio Liquidación Vencimiento	Dólar Observado expresado en pesos chilenos del día de vencimiento	Dólar Observado expresado en pesos chilenos del día de vencimiento

	Contratos de Futuros UF	Contratos de Futuros ICP
Activo Subyacente	Unidad de Fomento (UF)	Índice de Cámara Promedio
Sistema de Negociación	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 9.00 – 16.00 (17:00) horas 	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 9.00 – 16.00 (17:00) horas
Nemotécnico	UF-MMAA	ICP-MMAA
Cotización	Puntos del Índice.	Puntos del Índice.
Variación Mínima Negociación	1 punto del Índice.	1 punto del Índice.
Variación Máxima Diaria	± 10% Precio cierre día anterior.	± 10% Precio cierre día anterior.
Lote Padrón	UF X 1.000 veces su valor, en pesos chilenos.	ICP X 1.500 veces su valor, en pesos chilenos.
Contraparte Central	CCLV Contraparte Central S.A.	CCLV Contraparte Central S.A.
Meses de Vencimiento	<ul style="list-style-type: none"> • Todos los meses hasta un año de vencimiento. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vencimientos mensuales hasta un año. Vencimientos trimestrales hasta 5 años. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo.
Garantía Corriente por Posición	10% valorización de la posición.	10% valorización de la posición.
Fecha de Vencimiento	Día de publicación del IPC correspondiente según el Calendario de Indicadores de Coyuntura del INE. En caso que no sea hábil bursátil, día hábil siguiente.	Ultimo día hábil del mes
Ultimo Día Negociación	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento.	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento.
Precio de Cierre Diario	<i>Precio promedio ponderado</i> , últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV)	<i>Precio promedio ponderado</i> , últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).
Precio Liquidación Diario	Precio de Cierre diario.	Precio de Cierre diario.
Precio Liquidación Vencimiento	Valor de la UF del día de vencimiento	Valor del ICP del día de vencimiento.

	Contratos de Futuros BCU/BTU 5 años	Contratos de Futuros BCU/BTU 10 años
Activo Subyacente	Bono equivalente a un bono del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (UF) o Tesorería General de la República, con tasa de emisión 5% anual y plazo al vencimiento de 4 años 6 meses.	Bono equivalente a un bono del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (UF) o Tesorería General de la República, con tasa de emisión 5% anual y plazo al vencimiento de 9 años.
Sistema de Negociación	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 9.00 – 16.00 (17:00) horas 	<ul style="list-style-type: none"> • Telepregón HT • Negociación Continua: 9.00 – 16.00 (17:00) horas
Nemotécnico	UF05-MMAA	UF05-MMAA
Cotización	Puntos porcentuales de la TIR, expresados en % anual.	Puntos porcentuales de la TIR, expresados en % anual.
Variación Mínima Negociación	0,01 puntos porcentuales de la TIR.	0,01 puntos porcentuales de la TIR.
Variación Máxima Diaria	± 10% Precio cierre día anterior.	± 10% Precio cierre día anterior.
Lote Padrón	El tamaño corresponde a 1.000 UF nominales.	El tamaño corresponde a 1.000 UF nominales.
Contraparte Central	CCLV Contraparte Central S.A.	CCLV Contraparte Central S.A.
Meses de Vencimiento	<ul style="list-style-type: none"> • 3 meses más próximos al vencimiento. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo. 	<ul style="list-style-type: none"> • 3 meses más próximos al vencimiento. • Nuevo plazo una semana antes del vencimiento más próximo.
Garantía Corriente por Posición	10% valorización de la posición	10% valorización de la posición
Fecha de Vencimiento	Día 9 de cada mes. (de lo contrario, día hábil anterior).	Día 9 de cada mes. (de lo contrario, día hábil anterior).
Ultimo Dia Negociación	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento	Día hábil anterior al vencimiento del instrumento
Precio de Cierre Diario	<i>Precio promedio ponderado, últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>	<i>Precio promedio ponderado, últimos 30 minutos de negociación (sujeto a liquidez, de lo contrario según metodologías de Normas de Funcionamiento de CCLV).</i>
Precio Liquidación Diario	Precio de Cierre diario.	Precio de Cierre diario.
Precio Liquidación Vencimiento	Valor "1:20 pm" Benchmarks de Renta Fija de la Bolsa (UF-05), día de vencimiento.	Valor "1:20 pm" Benchmarks de Renta Fija de la Bolsa (UF-10), día de vencimiento.

Anexo 2.

Prototipo de un Know your Customer de una empresa financiera de CFD establecida en Chile. (Su publicación es solo para fines académicos)

Declaración de conocimiento y KYC

¿En los últimos 3 años, qué tan a menudo ha operado con los siguientes instrumentos?

CFDs

- Semanalmente
- Mensualmente
- Ocasionalmente
- Nunca

Acciones, Fondos Mutuos, Renta Fija o Futuros

- Semanalmente
- Mensualmente
- Ocasionalmente
- Nunca

¿Cree que ha realizado más de 10 operaciones por trimestre a lo largo del último año sobre los siguientes instrumentos?

CFDs

- Sí
- No

Acciones, Fondos Mutuos, Renta Fija o Futuros

- Sí
- No

¿Cuál es su horizonte de inversión?

- De 1 a 3 meses
- De 3 a 6 meses
- De 6 a un 1 año
- De 1 año a 3 años
- De 5 años y más

¿Cuál es su objetivo de inversión?

- Cobertura
- Especulación
- Crecimiento del capital
- Ganancias a corto plazo
- Otro _____

Es usted una persona políticamente expuesta (Diputado, Senador, Embajador, etc...)

Si No

Tiene usted alguna relación con alguno de nuestros empleados

Si No

Si la Respuesta es sí, por favor indique el nombre y cargo

¿Cuál es la fuente de ingreso con el cual desea invertir? ¿Cuál es su situación laboral actual?

(Puedes marcar más de una opción)

- | | |
|---|-------------------------------------|
| <input type="radio"/> Sueldo | <input type="radio"/> Empleado |
| <input type="radio"/> Ahorros propios | <input type="radio"/> Independiente |
| <input type="radio"/> Herencia | <input type="radio"/> Desempleado |
| <input type="radio"/> Venta de alguna propiedad | <input type="radio"/> Estudiante |
| <input type="radio"/> Otro _____ | <input type="radio"/> Otro _____ |

Declaración de Riesgo

_____, online broker que da acceso a los mercados de divisas, commodities, acciones e índices Accionarios a través de CFD, en una moderna plataforma transaccional. En los mercados financieros se producen movimientos que pueden llevar a un riesgo elevado y producir pérdidas importantes del capital invertido.

Cualquier recomendación de _____ sobre mercado, tiene que ser vista sólo como una opinión, y en ningún caso como una garantía de inversión.

Bajo ningún caso _____, ni sus asociados ni partners estratégicos tiene responsabilidad sobre posibles pérdidas de clientes.

Si usted no puede asumir este tipo de pérdidas, es aconsejable que no ingrese a los mercados financieros.

Nombre y Firma

Anexo 3.

Prototipo de un Know your Customer de una institución financiera en Chile. (Su publicación es solo para fines académicos)

Conozca a su Cliente (KYC) <i>Persona Natural</i>		
IMPORTANTE	FECHA	
Todos los campos deben ser llenados sin enmendaduras.		
Nombre de la empresa BTG por la que opera: Corredora <input type="checkbox"/> AGF <input type="checkbox"/> Banco <input type="checkbox"/>		
Responsable de la Cuenta: _____		
DATOS PERSONALES		
Nombre del Cliente: _____		
RUT: _____		
Nacionalidad: _____		
Domicilio Fiscal (País donde paga impuestos): _____		
Ocupación/Profesión del Cliente: _____		
OCUPACION PROFESIONAL Y DATOS FINANCIEROS		
1. El origen de los recursos proviene de la actividad económica que desarrolla el cliente?		
<input type="checkbox"/> Sí: <input type="checkbox"/> Dependiente (Ahorros) <input type="checkbox"/> Jubilado <input type="checkbox"/> Negocio Propio (Indicar nombre y Rut de la sociedad)		
Cargo (si es jubilado, último cargo ejercido): _____		
Empleador (si es jubilado, último empleador): _____		
Actividad de la empresa (sólo en caso de que sea negocio propio): _____		
<input type="checkbox"/> No: <input type="checkbox"/> Herencia <input type="checkbox"/> Donación <input type="checkbox"/> Otros (especifique) _____		
Nombre de quien provee los fondos: _____		
Actividad económica de quien provee los fondos: _____		
2. Renta y Origen de Fondos (en CLP)		
2.1. Patrimonio total estimado: \$ _____		
2.1.1. Composición del patrimonio (recursos que sean de conocimiento del ejecutivo):		
<input type="checkbox"/> Participación en Sociedades: \$ _____	<input type="checkbox"/> Inversiones Financieras \$ _____	
* Principal(es) empresa(s) en que posee participación: _____	<input type="checkbox"/> Inmuebles \$ _____	
	<input type="checkbox"/> Otros Bienes \$ _____	
2.2. Renta Total Anual: \$ _____		
3. Inversión inicial esperada en BTG Pactual (AUM): \$ _____		
<input type="checkbox"/> Renta Variable	<input type="checkbox"/> Crédito	<input type="checkbox"/> Fondos Mutuos
<input type="checkbox"/> Renta Fija	<input type="checkbox"/> Derivados	<input type="checkbox"/> Fondos de Inversión
<input type="checkbox"/> Cambio (FX)	<input type="checkbox"/> Depósitos a Plazo	<input type="checkbox"/> Otros (especificar) _____
INFORMACIÓN DE LA CUENTA		
4. Se ha reunido con el cliente? <input type="checkbox"/> Si <input type="checkbox"/> No		
5. Cómo realizó el contacto con el cliente?		
<input type="checkbox"/> Fue contactado por el ejecutivo <input type="checkbox"/> Cliente se contactó por iniciativa propia		
<input type="checkbox"/> Fue recomendado por: _____		
6. En algún momento el cliente presentó resistencia para proporcionar información?		
<input type="checkbox"/> Sí, relativas a: <input type="checkbox"/> origen de los fondos <input type="checkbox"/> ocupación profesional <input type="checkbox"/> actividad económica		
<input type="checkbox"/> pretensión de inversión <input type="checkbox"/> vínculos societarios <input type="checkbox"/> datos personales		
<input type="checkbox"/> No		
7. Tiene conocimiento de que el cliente estuvo o está involucrado en investigaciones/noticias negativas relacionadas con el lavado de activos o sus delitos precedentes?		
<input type="checkbox"/> Sí. Detalle: _____		
<input type="checkbox"/> No		
8. Tiene conocimiento de que el cliente es Persona Expuesta Políticamente (PEP) o está relacionado con un PEP?		
<input type="checkbox"/> Sí. Cargo/ Cargo del PEP relacionado: _____ <input type="checkbox"/> No		
9. Comentarios adicionales: _____		
_____ Firma del Ejecutivo	_____ AML Compliance	

Conozca a su Cliente (KYC)

Persona Jurídica

IMPORTANTE

Todos los campos deben ser llenados sin enmendaduras.

FECHA

Nombre de la empresa BTG por la que opera: Corredora AGF Banco
Responsable de la Cuenta:

INFORMACIÓN GENERAL

Nombre del Cliente:

RUT:

Domicilio Fiscal (País donde paga impuestos):

ACTIVIDAD ECONÓMICA Y DATOS FINANCIEROS

1. Actividad económica de la empresa:

1.1 La empresa pertenece a algún Grupo Económico? Sí. Cuál? No

2. Tipo de estructura societaria:

SA Abierta SA Cerrada Colectiva En Comandita Ltda EIRL SPA Otra (especifique)

La capacidad financiera declarada por el cliente es consistente con la estructura societaria? Si No

3. Cuál es la finalidad de la empresa? Inversión Operacional

3.1 Si la empresa es de inversión, por favor detalle la actividad de quién o quiénes generan los fondos:

4. Las principales contrapartes de negocios (clientes, proveedores) están relacionados con países sancionados?

Sí: Corea del Norte Cuba Irán Siria Sudán No N/A

Si es sí, detalle:

5. Faturación y Patrimonio (en CLP)

Faturación Total Anual \$ Patrimonio Total: \$

6. Inversión inicial esperada en BTG Pactual (AUM): \$

Renta Variable Crédito Fondos Mutuos
 Renta Fija Derivados Fondos de Inversión
 Cambio (FX) Depósitos a Plazo Otros (especificar)

INFORMACIÓN DE LA CUENTA

7. Conoce personalmente a algún representante de la empresa? Si No

8. Visitó las instalaciones de la entidad? Si No

9. Las instalaciones son compatibles con la información financiera y tamaño de la empresa? Si No N/A

Comente:

10. Cómo realizó el contacto con el cliente?

Fue contactado por el ejecutivo Cliente se contactó por iniciativa propia
 Fue recomendado por:

11. En algún momento el cliente presentó resistencia para proporcionar información?

Sí, relativas a: origen de los fondos ocupación profesional actividad económica
 pretensión de inversión vínculos societarios datos personales

No

12. Tiene conocimiento de que el cliente estuvo o está involucrado en investigaciones/noticias negativas relacionadas con el lavado de activos o sus delitos precedentes?

Sí. Detalle:

No

13. Tiene conocimiento de que algún socio o representante de la entidad es Persona Expuesta Políticamente (PEP) o está relacionado con un PEP?

Sí. Cargo/ Cargo del PEP relacionado: No

14. Comentarios adicionales:

Firma del Ejecutivo

AML Compliance

Anexo 4.

U.S. Commodity Futures Trading Commission. 31 CFR 1026.22.
Programa de identificación al cliente

(a) Programas de identificación al cliente:

Mínimos requerimientos

(1) En general cada comerciante de futuros a comisión (Futures Commission Merchant, FCM) y/o Introducing Broker deben implementar un Programa de Identificación al Cliente (Customer Identification Program (CIP)) apropiado a su tamaño y negocio que, como mínimo, incluya los requerimientos de los siguientes párrafos:

A. El programa de identificación de clientes de cada comerciante de futuros a comisión y/o Introducing Broker deberá contener un programa de cumplimiento con el régimen de condiciones contra el blanqueo de capitales requerido por la 31 U.S.C 5318.

B. Procedimientos de verificación de identidad.

El programa de identificación al cliente deberá incluir procedimientos que incluyan los riesgos que acarrea la verificación de la identidad de cada uno de los clientes en la medida de lo posible y factible. Los procedimientos que lleven a cabo las firmas de inversión deberán ser capaces de formar una opinión razonable que permita conocer la verdadera identificación de cada cliente. Los procedimientos deben incluir evaluación de los riesgos pertinentes por parte de cada comerciante de futuros a comisión y/o Introducing Broker, incluidos aquellos presentes en los diversos tipos de cuentas que mantengan, los diversos métodos de aperturas de cuentas, los varios tipos disponibles de identificación de información y el tamaño, ubicación y base de clientes de estas empresas financieras.

C. Información de cliente requerida

El programa de identificación al cliente debe incluir procedimientos en la apertura de una cuenta que especifiquen la información de identificación que se obtendrá de cada cliente. Cada una de estas empresas financieras, por lo menos, deberá obtener la siguiente información previo a la apertura de una cuenta:

- (1) Nombre
- (2) Fecha de Nacimiento (para personas naturales)
- (3) Dirección, que será: (i) Para personas naturales, una dirección residencial o comercial; (ii) Para personas naturales sin una dirección residencial o comercial, deberá presentar un número de la Oficina Postal del Ejercito (APO, en sus siglas en inglés) o de alguna oficina postal, o la dirección residencial o comercial de un pariente o de otra persona de contacto o (iii) para una persona jurídica (como una sociedad, asociación o fideicomiso) deberá establecer la dirección su establecimiento principal, una oficina local u otra ubicación física y,
- (4) Número de Identificación, que será: (i) Para ciudadanos estadounidenses, su número de identificación como contribuyente; o (ii) Para ciudadanos no estadounidenses, uno o mas de los siguientes: Un número de identificación como contribuyente, su número de pasaporte y país de emisión, su número de la cedula nacional de identificación, o el número y el país de expedición de cualquier otro documento oficial que demuestre la nacionalidad o la residencia y que lleve una fotografía o salvaguardia similar-.

Al abrir una cuenta para un negocio o empresa extranjera que no tiene un número de identificación, estas empresas financieras deberán solicitar al gobierno extranjero la documentación que acredite la existencia de la empresa.

Anexo 6.

Prototipo de un Know your Customer de una institución financiera extranjera. (Su publicación es solo para fines académicos)

KNOWLEDGE OF THE CLIENT'S CAPITAL IDENTIFICATION REPORT – KYC – GFE	
<input type="checkbox"/> Beneficial owner <input type="checkbox"/> Account holder <input type="checkbox"/> Representative	Account Opening Committee Initials : _____ Date : _____
Branch :	_____
Client's initials :	_____
Account number :	_____
External manager / Code :	_____
Finder / Code :	_____
UBP admin. manager / Code :	_____
Date of report :	_____
Contact profile	
Home telephone :	_____
Office telephone :	_____
Fax :	_____
E-mail :	_____
Other :	_____
Address profile	
Home address :	Street: _____ No : _____ Town : _____ Postal code : _____ Country : _____
Other address :	Street: _____ No : _____ Town : _____ Postal code : _____ Country : _____

Personal / Introduction profile

Known personally to the relat. manager ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	
If YES, in what capacity	:	_____	
- Since when	:	_____	
Introduced, presented by a client ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	Client account: _____
If YES, connection	:	_____	
Introduced, presented by a finder ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	Finder ref. : _____
If YES, finder contract	:	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO
Introduced, presented by a banking correspondent ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	Reference : _____
Introduced, presented by a third party ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	_____
If YES, reference	:	_____	
Other introduction type, "walk-in" ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	_____
Otherwise, convincing explanation	:	_____	
Already active on accounts ?	<input type="checkbox"/> YES	<input type="checkbox"/> NO	_____
If YES, account ref. and roles	:	_____	

Comment or explanation of links between the different beneficial owners / other persons intervening on the account (e.g proxies).	:	_____	

Marital status	:	<input type="checkbox"/> Single <input type="checkbox"/> Married <input type="checkbox"/> Widowed <input type="checkbox"/> Divorced <input type="checkbox"/> Other	
Person to contact solely in the event of the account's becoming dormant :		Last name _____	First name : _____
		Phone : _____	_____
		Address : _____	_____
		_____	_____
		Connection with client :	_____

Business profile

Profession :

- Individual entrepreneur / Company owner
- Company director / Manager
- Senior company executive
- Company executive / Employee
- Politician
- Diplomat
- Civil servant
- Liberal profession (doctor, lawyer, architect, ...)
- Artist (writer, painter, musician, ...)
- Sportsman/woman
- Without profession (housewife, student, retired)

Business sector :

- Consumer discretionary
- Consumer staples
- Energy
- Finance
- Industry
- Information technology
- Materials
- Health
- Utilities
- Telecommunications

Catégorie :

- Private income / Retired / Student Self-employed Salaried Company

If Entrepreneur or Company, complete the following :

- Legal form : _____
- Auditors : _____
- Headquarters : _____
- Listed company : YES NO
- Domiciliary company : YES NO
- Capital, CHF equiv. : _____
- Employees : Less than 100 employees More than 100 employees More than 1'000 employees

Detailed information about the company, registered office, corporate name where the contracting party or beneficial owner conducts business :

Wealth profile

- Financial standing : Estimated on : _____ CHF equiv. : _____
- Other banking relationships : 1) _____
- 2) _____
- 3) _____

Account profile

Account purpose : Wealth management Commercial Other

If "Commercial" or "Other", comments : _____

Account type : Managed account
 Monitored account with mandate in favour of an external manager

If "Monitored account", operating mode : With request for the Bank's advice
 Without request for the Bank's advice, "Execution only"

Fee structure : Standard All-in Fee Preferential

Amount expected at opening : _____ Six-month objective : _____

Origin of the funds : _____

Source of the funds :

Internal transfer
- Reason for the transfer : _____

- Connection with the client : _____
- Client account transferred : _____
- Branch : _____

Bank transfer FATF bank or affiliated

- Bank references : _____
- If non-FATF, convincing explanation : _____

Cash deposit
- Cash desk receipt and convincing explanation : _____

Supporting documents

Business card	:	<input type="checkbox"/>	_____
Photocopy, telephone directory	:	<input type="checkbox"/>	_____
Bank correspondence	:	<input type="checkbox"/>	_____
Bank statements	:	<input type="checkbox"/>	_____
Introduction correspondence	:	<input type="checkbox"/>	_____
Contact reports	:	<input type="checkbox"/>	_____
Balance sheets, audit reports	:	<input type="checkbox"/>	_____
Contracts, brochures, invoices	:	<input type="checkbox"/>	_____
Websites extracts and references	:	<input type="checkbox"/>	_____
Organisational chart	:	<input type="checkbox"/>	_____
Other supporting documents	:		_____

Done on : _____

External manager : _____ Signature : _____
Phone number : _____

manager : _____ Signature : _____
Internal phone number : _____

senior manager : _____ Signature : _____
Internal phone number : _____