

ANT.: Denuncia Reservada Rol
N°2488-18 FNE.

MAT.: Minuta de archivo.

Santiago, 16 AGO. 2019

A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO

DE : JEFE DIVISION ANTI-CARTELES

Por medio de la presente, informo al señor Fiscal acerca de la denuncia del Antecedente, recomendando su archivo, en virtud de las razones que se exponen a continuación:

I. ANTECEDENTES

a. Denuncia

1. Con fecha 19 de diciembre del año 2017, el señor [REDACTED] en representación de [REDACTED] ("**Denunciante**"), denunció ante esta Fiscalía Nacional Económica ("**FNE**" o "**Fiscalía**") un eventual atentado contra la libre competencia, de aquellos contemplados por el artículo 3° incisos primero y segundo letra a) del Decreto Ley N° 211 ("**DL 211**").
2. La denuncia ("**Denuncia**") se dirige contra las seis administradoras de fondos de pensiones del mercado chileno ("**AFPs**" o "**Administradoras**")¹ a las que se imputa haber acordado la manipulación de los valores cuota del Fondo A entre los días 27 de noviembre y 12 de diciembre del año 2017, con el objeto de alterar la rentabilidad para dicho periodo correspondiente al 1,8%, la cual, según las estimaciones del Denunciante, basadas en la variación positiva

¹ Administradora de Fondos de Pensiones Capital S.A. ("**Capital**"), Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. ("**Cuprum**"), Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. ("**Habitat**"), Administradora de Fondos de Pensiones Modelo S.A. ("**Modelo**"), Administradora de Fondos de Pensiones Plan Vital S.A. ("**PlanVital**"), y Administradora de Fondos de Pensiones Provida S.A. ("**Provida**").

experimentada por el dólar, debió haber correspondido a un porcentaje superior, en torno al 4,1%.

3. Según la Denuncia, la rentabilidad del Fondo A por debajo de sus estimaciones se explicaría por una coordinación de las AFPs al momento de invertir en instrumentos de renta variable en moneda extranjera, particularmente respecto de los derivados *forward dólar*. Dado lo anterior, entre otras medidas, solicita *"que se sancione a las AFP por colusión en el manejo de valores cuota, a través del mecanismo de manipular los forward dolar (sic), y así manipular el valor de los multifondos"*².
4. Según lo dispuesto en el artículo 41 del DL 211, y lo señalado en el párrafo 24 del Instructivo Interno para el Desarrollo de Investigaciones de la Fiscalía Nacional Económica³, *"Toda Denuncia estará sujeta a un examen de admisibilidad con el propósito de determinar si corresponde investigar o bien, desestimar la misma"*. Dicho examen debe basarse en el mérito de los antecedentes tenidos a la vista y la aptitud de los hechos denunciados para impedir, restringir o entorpecer la libre competencia o tender a producir dichos efectos, al tenor del artículo 3° incisos primero y segundo letra a) del DL 211.
5. El análisis de admisibilidad de la Denuncia ha comprendido, entre otras, la realización de las siguientes diligencias: (i) Revisión del marco legal aplicable al mercado de las AFPs (Decreto Ley N° 3.500 ("**DL 3500**") y su Reglamento), el régimen de inversión de los fondos de pensiones y el Compendio de Normas del Sistema de Pensiones⁴ ("**Compendio de Normas**"); (ii) Solicitudes de información a la Superintendencia de Pensiones ("**Superintendencia**" o "**SP**") y a otros actores del mercado; (iii) Declaración del representante legal del Denunciante en relación a los hechos objeto de la Denuncia; y, (iv) Declaraciones de tres funcionarios de la Superintendencia, con el propósito de complementar lo aportado en la respuesta escrita al oficio

² Denuncia de fecha 19 de diciembre de 2017.

³ *Fiscalía Nacional Económica* [En línea] [Fecha de consulta: 12 de julio de 2019]. Disponible en: <http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2017/10/Instr_investigaciones_2013-1.pdf>

⁴ Estos dos últimos documentos fueron confeccionados por el regulador sectorial.

enviado por esta Fiscalía y profundizar aspectos relacionados con la determinación del valor cuota, la valoración de los *forward dólar* y la presunta alteración de valores cuota con el objeto de modificar artificialmente la rentabilidad del Fondo A de pensiones objeto de la Denuncia.

6. Según la información recabada por la Fiscalía, la regulación aplicable impediría que las Administradoras puedan alterar significativamente los resultados de sus rentabilidades mediante una toma de posición de instrumentos de renta variable del modo sugerido en la Denuncia. Asimismo, según se desarrollará, tampoco sería factible en la práctica adoptar una estrategia de coordinación en los términos indicados por el Denunciante.
7. Por lo anterior, esta División estima que en el presente caso no se han reunido antecedentes suficientes para instruir una investigación por una supuesta infracción al artículo 3° incisos primero y segundo letra a) del DL 211, por lo que se recomienda desestimar la Denuncia y archivar los antecedentes.

b. Sobre el Sistema de Pensiones y los multifondos

8. Como se mencionó, el Sistema de Pensiones chileno está regulado por el DL 3.500, su Reglamento y por el Decreto con Fuerza de Ley N° 101 de 1980 del Ministerio de Trabajo y Previsión Social. Además, las entidades reguladas por estas leyes deben sujetar su actuar a la normativa, instrucciones y fiscalización de la Superintendencia⁵.
9. El Sistema de Pensiones está conformado por tres pilares: el pilar contributivo, constituido por el componente de ahorro previsional obligatorio del sistema de capitalización individual; el pilar voluntario, consistente en el componente de ahorro voluntario del sistema de capitalización individual⁶; y

⁵ La Superintendencia de Pensiones fue creada por la Ley N° 20.255 de marzo del 2008 como sucesora y continuadora legal de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, creada por el Decreto Ley N° 3.500, de 1980, que inició sus funciones a contar del 1° de mayo de 1981. Se rige por un estatuto orgánico contenido en el Decreto con Fuerza de Ley N° 101 de 1980, del Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

⁶ Ya sea mediante el Ahorro Previsional Voluntario Individual, o el Ahorro Previsional Voluntario Colectivo.

el pilar solidario, constituido por un componente de reparto no contributivo para el financiamiento del retiro del sector más vulnerable de la sociedad.

10. Para los propósitos de este documento, nos referiremos exclusivamente al pilar contributivo o sistema de capitalización individual (“**Sistema de Pensiones**”), es decir, el sistema que se sustenta en el ahorro obligatorio que realizan los trabajadores en sus cuentas individuales, de forma obligatoria, única y permanente, el cual es administrado por instituciones privadas de objeto único, conocidas como AFPs⁷.
11. Mediante la Ley N° 19.795, de febrero del año 2002, se introduce al Sistema de Pensiones el concepto de los multifondos⁸. Su principal característica es la creación de cinco Fondos de Pensiones (“**Fondos**”) entre los cuales los afiliados pueden elegir en cuál de ellos invertir sus ahorros previsionales según su edad y sus expectativas de rentabilidad.
12. Las expectativas de rentabilidad se encuentran directamente relacionadas con el porcentaje en que cada tipo de Fondo invierte en instrumentos de renta fija e instrumentos de renta variable. En este sentido, el artículo 45 del DL 3.500 regula los instrumentos y los distintos regímenes de inversión a que se encuentran sujetos los distintos tipos de Fondos, señalando la proporción en la que sus recursos pueden ser invertidos en títulos financieros de renta variable, los cuales se caracterizan por tener un mayor riesgo y una mayor rentabilidad esperada. El Fondo A, el más riesgoso, tiene una mayor proporción de sus inversiones en renta variable, la que va disminuyendo progresivamente en el Fondo B, Fondo C, Fondo D y Fondo E, que es el Fondo más conservador.

⁷ Sin perjuicio de que la cotización es generalmente obligatoria, las personas que no ejercen una actividad remunerada pueden también enterar cotizaciones en una cuenta individual en una Administradora en calidad de “afiliados voluntarios”.

⁸ Al momento de su creación en el año 1980, el Sistema de Pensiones contaba con un solo Fondo denominado Fondo Tipo Uno, sufriendo el primer cambio 20 años más tarde con la entrada en vigencia de la Ley N° 19.641 del año 1999, que creó un segundo Fondo, conocido como Fondo Tipo Dos.

Cuadro N°1

Límites de inversión máximos y mínimos en instrumentos de renta variable

	Límite máximo permitido	Límite mínimo Obligatorio
Fondo A - Más Riesgoso	80%	40%
Fondo B - Riesgoso	60%	25%
Fondo C - Intermedio	40%	15%
Fondo D - Conservador	20%	5%
Fondo E - Más Conservador	5%	0%

Fuente: Superintendencia de Pensiones⁹.

13. A mayo de 2019, el sistema de AFPs contaba con 10.863.650¹⁰ afiliados y más de 1,7 millones pensionados¹¹. El valor de los Fondos administrados en el sistema alcanzaba los US\$204.969 MM al 31 de mayo de 2019, lo cual es equivalente a alrededor del 75% del Producto Interno Bruto (“PIB”) de Chile. La participación en mayo del presente año en activos de afiliados y cotizantes por cada actor del mercado alcanzaba 28,1% en el caso de Habitat, 24,7% correspondiente a Provida, 19,2% a Capital, 18,6% a Cuprum, 5,8% a Modelo y 3,6% a Planvital¹².

c. Rentabilidad real anualizada, rentabilidad mínima exigida y encaje

14. El diseño del Sistema de Pensiones contempla la medición del desempeño de las Administradoras por medio de la rentabilidad que obtienen cada una de ellas en cada uno de los Fondos¹³.

⁹ Superintendencia de Pensiones. [En línea] [Fecha de consulta: 12 de julio de 2019]. Disponible en: <<http://www06.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-2835.html>>.

¹⁰ Superintendencia de Pensiones. Estadísticas Sistema de Pensiones Afiliados/as por AFP, Número de afiliados por AFP (al 31 de mayo de 2019). [En línea] [Fecha de consulta: 15 de julio de 2019] <https://www.spensiones.cl/apps/loadEstadisticas/genEstadAfiliadosCotizantes.php?id=inf_estadistica/aficot/mensual/2019/05/01C.html&p=M&menu=sci&menuN1=afi&menuN2=afp&orden=10&ext=.html>.

¹¹ Superintendencia de Pensiones. Número total de afiliados pensionados por vejez según sexo y AFP (al 31 de mayo de 2019). [En línea] [Fecha de consulta: 15 de julio de 2019] <http://www.spensiones.cl/inf_estadistica/afipen/mensual/2019/05/t032.html>.

¹² Superintendencia de Pensiones. Ficha estadística provisional N° 79, de junio de 2019 [En línea] [Fecha de consulta: 15 de julio de 2019]. Disponible en: <<https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-13683.html>>.

¹³ En este sentido, se entiende como rentabilidad el resultado, ya sea ganancia o pérdida, obtenido por una Administradora según las inversiones que realiza en un Fondo determinado.

15. Según lo dispuesto en el artículo 37 del DL N° 3.500, las Administradoras tienen la responsabilidad de velar para que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de sus Fondos A y B sea, al menos, igual a la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo menos cuatro puntos porcentuales, y a la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad, conjuntamente¹⁴⁻¹⁵.

16. Dados los requerimientos de rentabilidad que se les exige en cada Fondo según lo referido en el párrafo anterior, las AFPs deben mantener un encaje¹⁶ con el objeto de garantizar la rentabilidad mencionada. En el caso que la rentabilidad real anualizada fuera inferior a la rentabilidad mínima requerida en el artículo 37 del DL N° 3.500, la Administradora debe enterar la diferencia dentro del plazo de cinco días. Para lo anterior, tendrá como opción aplicar recursos del encaje, en cuyo evento deberá reponer dicho activo dentro de 15 días, bajo apercibimiento de aplicársele las sanciones de los artículos 40 y 42 del DL N° 3.500, dentro de las cuales se encuentra la disolución de la Administradora por el solo ministerio de la Ley.

17. Lo anterior incide en que las Administradoras deban tener en especial consideración la posibilidad de desvío de la rentabilidad de alguna de ellas *“respecto del promedio de todos los Fondos del mismo tipo”*. Este particular marco regulatorio explica que las Administradoras mantengan cierto grado

¹⁴ Para computar la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada Tipo de Fondo, se consideran las rentabilidades reales de cada uno de los meses involucrados obtenidas como mencionado previamente, debidamente anualizada.

¹⁵ Para el resto de los tipos de Fondos, deberá velar para que la rentabilidad sea mayor o igual a la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo menos dos puntos porcentuales y a la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad conjuntamente para los Fondos C, D, y E.

¹⁶ De acuerdo con el artículo 40 del DL N° 3.500, el encaje es un activo que debe mantener cada Administradora, equivalente al 1% de cada Fondo, cuyo objeto es responder de la rentabilidad mínima requerida en el artículo 37 del mismo cuerpo normativo.

de interdependencia que incide en su desempeño en el mercado¹⁷⁻¹⁸. Sin embargo, dicho paralelismo, considerado por sí solo en el contexto de la regulación aplicable antes descrita, resulta insuficiente para sostener una hipótesis colusiva¹⁹.

II. ANÁLISIS DE LOS HECHOS DENUNCIADOS

a. Respecto de la valorización de los instrumentos *forward dólar* para determinación del valor cuota y el rol de la Superintendencia

18. Como se anticipó *supra*, el Denunciante acusa una supuesta manipulación de valores cuota mediante una valorización coordinada de activos de renta variable, en particular los denominados *forward dólar*. En esta sección se explica brevemente el mecanismo aplicable para la determinación de los valores cuota, la valorización de los contratos de *forward dólar* y el rol de la Superintendencia en este proceso.

19. Como expresa la normativa aplicable, las AFPs pueden efectuar operaciones tanto en el mercado nacional como en el extranjero, que tengan como

¹⁷ Así se ha reconocido la existencia de un comportamiento manada o *herding*, dadas las condiciones particulares del mercado. “*The paper shows that pension fund herd significantly in their investment decisions. In particular, herding is more pronounced on instruments that are more opaque, suggesting that pension funds copy each other in their investment decision as a way to overcome informational problems*”. RADDATZ, Claudio, SCHMUKLER, Sergio. *Deconstructing Herding. Evidence from Pension Fund Investment Behavior*. En: Policy research working paper 5700. June 2011. [En línea] [Fecha de consulta: 22 de julio de 2019]. Disponible en: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/878641468017384510/Deconstructing-herding-evidence-from-pension-fund-investment-behavior>>

¹⁸ “*In the Chilean pension fund market an added factor is the strong regulation of pension fund portfolios, which both negatively impacts the possible range for implementing individual strategies, and also forces managers to trade in the same directions whenever there is a change in regulation that imposes changes in investment limits*”. STEIN, Roberto, MIRANDA, Pedro, RISCO, Rodolfo. *Herding in Chile: the case of equity trading in the Chilean pension fund market*. En: Estudios de Administración, Vol. 18, N° 1. Pp 23-44. 2011.[En línea] [Fecha de consulta: 12 de julio de 2019]. Disponible en: <http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/images/stories/pdf/E_A_2011_Vol18_N1_STEIN_MIRANDA_RISCO.pdf>. (el subrayado es nuestro).

¹⁹ El concepto de “paralelismo consciente” da cuenta de este fenómeno de interdependencia oligopolística. Los competidores actúan, a sabiendas, en forma similar o coincidente, lo que es el resultado de la estructura y características propias del mercado relevante. El paralelismo se acentúa cuando, además de pocos competidores, los bienes son homogéneos y las firmas enfrentan una estructura de costos equivalente. Universidad de Chile, Centro de regulación y Competencia. Informe en Derecho. Prueba de la Colusión. [En línea] [Fecha de consulta: 22 de julio de 2019]. Disponible en: <<http://www.derecho.uchile.cl/u/download.jsp?document=133229&property=attachment&index=1&content=application/pdf>>

[...] En efecto, tal como ha reconocido la doctrina, el comportamiento paralelo, si se demuestra, es uno de los factores a considerar, con el resto de la prueba, para llegar a la conclusión que ha habido un acuerdo entre los demandados, pero el paralelismo no es en sí mismo un sustituto del acuerdo [...]. Considerando Septuagésimo quinto. Sentencia N° 57, de fecha 12 de Julio de 2007. Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

objetivo la cobertura de riesgos financieros respecto de los activos subyacentes (monedas, acciones, tasas de interés o índices) o como objeto la inversión²⁰. Con tal fin, está permitida la celebración de contratos de opciones, futuros, *forward* y *swaps*, los que pueden tener como activo subyacente una moneda extranjera.

20. El contrato de *forward*²¹ es un instrumento por el cual una parte adquiere la obligación de comprar o vender, según se trate, durante un plazo estipulado, un número determinado de unidades de un “activo objeto” previamente definido y singularizado, al precio predeterminado al momento de la celebración del contrato. Un contrato de esta naturaleza que tenga como “activo objeto” la divisa dólar estadounidense (“USD”) se denominará *forward dólar*.
21. Con el objeto de valorizar cada uno de los Fondos, el artículo 35 del DL N° 3.500 establece que se utilizarán cuotas, de igual monto y características, cuyo valor se determina diariamente sobre la base del valor económico o de mercado de todas las inversiones, incluyendo los contratos *forward*.
22. La primera labor de la Superintendencia en este proceso consiste en informar diariamente a las Administradoras el precio de los instrumentos que componen los Fondos para la valoración de las carteras de los Fondos de Pensiones, el que contiene – entre otras categorías de instrumentos – los derivados. Para esto establece las fuentes oficiales de valoración de los instrumentos que componen los Fondos y su metodología de valoración²²⁻²³.

²⁰ Según lo expresa el Compendio de Normas en la letra b), del sub ítem 3, del ítem III.1 del Libro IV.

²¹ Ídem.

²² El **valor promedio** de la cuota de un Fondo se determina, para un mes calendario, como la suma de los valores de cuota de cada día, dividido por el número de días de ese mes. A su vez, la **rentabilidad nominal mensual** de un Fondo se define como “el porcentaje de variación del valor promedio de la cuota de un mes del Fondo de que se trate, respecto al valor promedio mensual de la cuota en el mes anterior”. La **rentabilidad nominal mensual promedio** de un tipo de Fondo se obtiene calculando el promedio ponderado de la **rentabilidad nominal mensual** de todos ellos, donde las ponderaciones corresponderán a la proporción que represente el valor total de las cuotas de cada uno, en relación con el valor de las cuotas de todos los Fondos del mismo tipo al último día del mes anterior. Por último, la **rentabilidad real** de un Fondo corresponde a la **rentabilidad nominal**, deflactada por el índice de precios al consumidor (“IPC”) del mismo período. De acuerdo con lo dispuesto en los artículos 35 y 36 del DL N° 3.500.

²³ La valoración de los *forwards dólar* está establecida bajo el sub ítem II.3.3, ítem II.3 Valoración de Operaciones con Instrumentos Derivados, del Libro IV del Compendio de Normas, Título III, Capítulo II Valoración de Instrumentos, Operaciones y Contratos Nacionales y Extranjeros de los Fondos de Pensiones.

23. Determinado el valor cuota por las AFPs, éstas deben enviar un “informe diario” a la Superintendencia para cada uno de los tipos de Fondos que administran, el que debe indicar, entre otros aspectos, el balance diario del Fondo y sus transacciones²⁴.
24. Posteriormente, también en forma diaria, la SP corrobora que las variables utilizadas para la determinación del valor cuota por parte de las AFPs sea el correcto²⁵. De este modo, la Superintendencia monitorea los valores de los instrumentos que componen una cartera determinada, en conformidad al vector de precios que esta provee.
25. Para este proceso de fiscalización, la SP se apoya en sistemas informáticos que le permiten comparar el valor de la cartera informada por la AFPs y la denominada “cartera espejo” valorizada por la Superintendencia, lo que le permite detectar cualquier diferencia de valor de los instrumentos informados²⁶. En caso de diferencias en las valoraciones, la Superintendencia indica a la Administradora cuál es el instrumento que genera la discrepancia e insta la corrección de los datos²⁷.

b. Sobre la posibilidad de manipulación de la rentabilidad del Fondo a través de la valoración de instrumentos en dólares

26. Según la Superintendencia, el precio de mercado de un *forward* de moneda “corresponde a la diferencia entre precio pactado en el contrato para comprar o vender un activo en determinada fecha futura T y el precio *forward* existente en el día t , de valoración para comprar o vender el mismo activo objeto, en la misma fecha futura acordada en el contrato”²⁸. El tipo de cambio utilizado para la valoración de un instrumento en dólares en el día t es aquel publicado

En tal sección se encuentra el método de valoración del instrumento referido, donde se indica la fórmula de valoración y detalla los elementos que la componen.

²⁴ Así lo informaron de manera concordante las AFPs en sus respuestas a los Oficios Reservados FNE N° 143, 146, 147, 148 y 149, todos de fecha 15 de marzo de 2018.

²⁵ Según respuesta de la Superintendencia de fecha 23 de marzo de 2018 al Oficio Reservado FNE N° 0137.

²⁶ Ídem.

²⁷ Ídem.

²⁸ Oficio N°6184 de fecha 23 de marzo de 2018, en respuesta al Oficio Reservado FNE N° 0137, punto 7.1.

en la edición del Diario Oficial del mismo día. Esto corresponde al dólar observado del día anterior²⁹.

27. De este modo, los instrumentos en cuestión se valorizan a precio de mercado, según el procedimiento antes descrito y lo dispuesto en el aludido Compendio de Normas. Como se explicó, estos valores son validados a diario por la Superintendencia de Pensiones mediante una metodología preestablecida.

28. Además de lo anterior, de acuerdo a la información disponible en el sitio web de la Superintendencia a la época de la Denuncia, menos de un 0,1% de la cartera de los Fondos A estuvo compuesta por instrumentos derivados (dentro de los cuáles se incluyen los *forward dólar*)³⁰. Lo anterior se ajusta a la normativa aplicable³¹ que indica que los contratos *forwards* de inversión no pueden superar 3% de los activos del Fondo de una Administradora, o bien estas deben contar con los activos que están cubriendo (para los contratos con finalidad de cobertura)³².

29. Por esta razón, dado el bajo peso relativo en la composición de la cartera de los Fondos A y su cálculo de valoración, aparece altamente improbable que

²⁹ Idem.

³⁰ Superintendencia de Pensiones. [En línea] [Fecha de consulta: 12 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-12944_recurso_1.pdf>.

³¹ "Las operaciones con instrumentos derivados de la letra I.2) del numeral II.1, medidas en función de la valoración del activo subyacente no podrán exceder del 3% del valor del Fondo de Pensiones Tipo A, B, C, D y E, respectivamente". Véase Régimen de inversión vigente a partir del 1 de noviembre de 2017, párrafo III.2. (b7). [En línea] [Fecha de consulta: 12 de julio de 2019]. Disponible en: <<https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-12678.html>>.

³² Declaración de funcionarios de la Superintendencia ante la FNE de fecha 9 de mayo de 2018, "Respecto a ese tipo de movimientos, [...] los derivados de inversión tienen un porcentaje [...] limitado dentro de cada fondo. [...] Los de cobertura tienen que tener su correspondiente, digamos, activo el cual estás cubriendo, pero estos de inversión a lo más tienen un límite de dos por ciento. No [...] podrías tomar un enorme forward de inversión."

la toma de cierta posición de este instrumento en particular pueda incidir en forma significativa en la rentabilidad total del Fondo³³⁻³⁴.

30. En línea con ello, en base a los registros mantenidos por la Superintendencia y a la revisión de las transacciones de mercado utilizadas para la generación del vector de precio, la SP afirmó en su respuesta de fecha 23 de marzo de 2018 al Oficio Reservado N° 0137 de esta Fiscalía, que no se detectó evidencia de manipulación de los valores cuota por parte de las AFP entre los días 28 de noviembre y 12 de diciembre del año 2017³⁵.
31. Finalmente, a mayor abundamiento, y aun considerando hipotéticamente posible la manipulación denunciada, sería necesario distorsionar la valoración de un altísimo volumen de transacciones para afectar los valores cuota en términos que pueda impactar la rentabilidad total de los Fondos A de cada Administradora. Adicionalmente, las AFPs no contarían con liquidez para tomar una posición de *forward* de la envergadura necesaria para conseguir el efecto alegado³⁶.
32. Dadas estas consideraciones, las diferencias que alega el Denunciante entre sus estimaciones y las rentabilidades del Fondo A en el período en cuestión podrían obedecer a otras razones distintas de la coordinación entre los agentes del mercado. Al respecto, cabe notar que el gran número de activos

³³ De acuerdo con la información pública que consta en las bases de datos del Banco Central, el tipo de cambio peso chileno/dólar ("CLP/USD") entre el 27 de noviembre del año 2017 y el 12 de diciembre del año 2017 aumentó un 3,45% en términos nominales (633,66 a 655,53). Ante un escenario en que la totalidad del Fondo A, con excepción de los *forward dólar*, rentara un 1,8%, estos derivados debieron haber presentado una rentabilidad del 2300% para alcanzar la rentabilidad de 4,1% a nivel de Fondo que indica el Denunciante. En contraste con la variación de un 3,45% del tipo de cambio CLP/USD, que sería el activo subyacente del instrumento, resulta improbable que por esta vía se haya tenido una pérdida del 2300% si nos remitimos a los componentes que entran en la valoración del *forward dólar*. A mayor abundancia, realizar una pérdida - artificial - de esta magnitud resultaría altamente costosa para las AFPs, y sería detectada por la Superintendencia. [En línea] [Fecha de consulta: 30 de julio de 2019]. Disponible en: <https://si3.bcentral.cl/bdemovil/BDE/Series/MOV_BD_TC1?nombreltem=D%C3%B3lar%20observado%20%28pesos%20por%20d%C3%B3lar%29&nombrePadre=Tipos%20de%20cambio&idPadre=MB_TC¶metroMenu=ViewCategoria&idMenuTree=MB_TC1>

³⁴ En declaración de funcionarios de la Superintendencia ante la FNE de fecha 9 de mayo de 2018, se indicó que ésta valoriza el instrumento (los *forward dólar*) con metodologías preestablecidas, y conocen diariamente las compras y ventas que éstas realizan en las distintas clases de instrumentos. La Superintendencia no ve factible que las AFPs influyan en la rentabilidad hacia los últimos días del mes a través de esta clase de derivados. Para afectar la rentabilidad de los instrumentos *forward dólar*, al estar involucrada una moneda extranjera, han de afectar el tipo de cambio, lo que no se refleja en los datos en la magnitud esperada para causar una pérdida del 2300% en estos instrumentos.

³⁵ Oficio N°6184 de fecha 23 de marzo de 2018 cit. supra, punto 7.5.

³⁶ Declaración de funcionarios de la Superintendencia ante la FNE de fecha 9 de mayo de 2018.

involucrados en las inversiones de los Fondos de las AFPs, el rezago y el nivel de agregación con que se publica esta información hace posible la existencia de diferencias entre los valores predichos por modelos de estimación y los valores efectivos de rentabilidades de los Fondos.

33. Finalmente, se hace presente que el representante de la Denunciante señaló en declaración prestada ante funcionarios de la FNE que existirían personas, que no identificó, que están (o estuvieron) vinculadas a la industria y que podrían contar con información adicional respecto de hechos análogos a los Denunciados. Sin embargo, a la fecha de la presente minuta, no se ha entregado a esta Fiscalía información sobre la identidad de estas personas o algún otro antecedente o indicio que haga posible y atendible, la realización de ulteriores diligencias de investigación.

III. CONCLUSIÓN

34. A partir del análisis realizado por esta División, no es posible concluir la existencia de elementos o indicios que revelen un actuar coordinado por parte de las Administradoras, en los términos del artículo 3° incisos primero y segundo letra a) del DL 211, que justifiquen la apertura de una investigación.
35. Conforme lo anterior, se recomienda declarar inadmisibles la presente Denuncia, sin perjuicio de la facultad de la Fiscalía Nacional Económica de velar permanentemente por la libre competencia en este mercado y de la posibilidad de analizar la apertura de una investigación en caso de contar con nuevos antecedentes que así lo ameriten.

Saluda atentamente a usted,



JUAN CORREA SERRANO
JEFE DIVISIÓN ANTI-CARTELES

ERT/IUB