

---

**Pronunciamento técnico respecto de los supuestos financieros y económicos de la Sentencia Arbitral Agrícola Corniglia Limitada y Gestora Omega Limitada Holding y Compañía Comandita por Acciones de 10 de octubre de 2017\***

José De Gregorio

*(Profesor Titular, Facultad de Economía y Negocios Universidad de Chile)*

Alejandro Micco

*(Profesor Asociado, Facultad de Economía y Negocios Universidad de Chile)*

02 de febrero de 2018

---

---

\* Peritaje solicitado por Southern Cross Group. Todas las opiniones vertidas son de exclusiva responsabilidad de los autores y no involucran a ninguna institución con la cual estén relacionados.

Jose Fernando de Gregorio Rebeco, C.I. 7.040.498-2, declaro ser coautor del presente informe y que el contenido del mismo corresponde a mi leal saber y entender respecto de la materia objeto del mismo, sobre la base de mi experiencia y mis conocimientos técnicos.



Jose Fernando de Gregorio Rebeco

C.I. 7.040.498-2

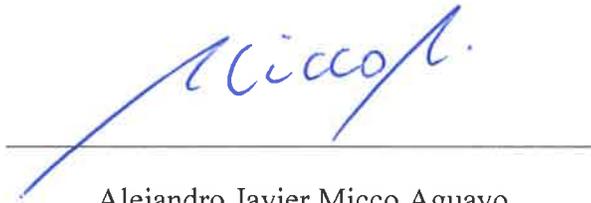
*Don Jose*

AUTORIZO LA FIRMA DE DON JOSE FERNANDO DE GREGORIO REBECO,  
CNI N°7.040.498-2. SANTIAGO, 06 DE FEBRERO DE 2018.



PAUL UNDAURRAGA LASO  
NOTARIO PÚBLICO N° 29  
MAC. IBER 225 / OF. 302  
TEL 2633 5225 - 2638 2264  
SANTIAGO

Alejandro Javier Micco Aguayo, C.I. 8.374.703-K, declaro ser coautor del presente informe y que el contenido del mismo corresponde a mi leal saber y entender respecto de la materia objeto del mismo, sobre la base de mi experiencia y mis conocimientos técnicos.



Alejandro Javier Micco Aguayo

C.I. 8.374.703-K

AUTORIZO LA FIRMA DE DON ALEJANDRO JAVIER MICCO AGUAYO, CNI N°8.374.703-K. SANTIAGO, 08 DE FEBRERO DE 2018.-



RAUL URRUTIA  
NOTARIO PUBLICO N° 29  
MAC-VER 225 - OFICINA  
TEL 533 52254 2338 228  
SANTIAGO

## RESUMEN EJECUTIVO

Desde nuestra experticia, evaluamos la validez de las conclusiones contenidas en la Sentencia del Árbitro don Víctor Vial, enfocando el análisis entre el período previo a las fechas de las inscripciones de las acciones de SMU en la SVS y Bolsa de Comercio y hasta la fecha del ejercicio de la PUT por parte de Agrícola Corniglia (“Corniglia”), denominado “Período Relevante”.

Desde la perspectiva económica y financiera el valor de una acción o bono refleja las perspectivas futuras de los resultados de la empresa. Por lo tanto, el Período Relevante corresponde al período desde el momento previo a las Inscripciones de octubre y noviembre de 2014, hasta la época del ejercicio de la PUT en diciembre de 2015. En este período Corniglia pudo haber hecho una colocación secundaria en la Bolsa de Comercio de Santiago por su propia voluntad.

**En dicho período, el paquete de acciones de SMU de Corniglia tuvo potencial de liquidez, es decir, pudo ser vendido a través de una colocación secundaria en bolsa. Sin embargo, dicha condición dependía exclusivamente de la voluntad de Corniglia, quien no realizó ninguna acción tendiente a hacerlo.**

El presente informe **plantea tres errores y vacíos en la argumentación del Árbitro, que le restan validez desde una perspectiva económico-financiera, e incluso llevan a una conclusión contraria a la obtenida por el Árbitro**, por las siguientes razones:

- i. La acción de SMU tuvo potencial de liquidez durante el Período Relevante
- ii. Se puede afirmar con certeza que a lo largo del Período Relevante SMU tuvo continuidad en sus criterios operacionales
- iii. No es público y notorio que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de SMU en el Período Relevante

Adicionalmente, se nos solicitó analizar la Cláusula Cuarta del Pacto desde una perspectiva económica-financiera. En respuesta a lo anterior, **en nuestra opinión, resulta inconsistente que una cláusula redactada por partes expertas haya omitido condiciones esenciales para una colocación primaria si este hubiera sido su objetivo.**

### **1. ¿Tuvo potencial de liquidez la acción de SMU durante el Período Relevante?**

Nuestro análisis económico-financiero de la información considerada en la Sentencia, indica una conclusión contraria a la que llega el Árbitro en su “reflexión” (sección II). Es decir, en base a la evidencia de la época **se puede afirmar que a lo largo del Período Relevante, la acción de SMU tenía potencial de captar interés de inversionistas, por lo siguiente:**

- i. **Las acciones de SMU de propiedad de Corniglia pudieron haberse vendido en bolsa luego de las Inscripciones, a través de una colocación secundaria<sup>1</sup>, siendo para ello necesario la sola voluntad de Corniglia en hacerlo.**

**La evidencia de mercado, en función a la información pública disponible, es contraria a la conclusión del Árbitro, ya que:**

- a. **Existió interés de invertir en instrumentos públicos de SMU**, como lo muestran las transacciones de sus bonos por más de US\$120 millones trimestrales a precios crecientes durante el Período Relevante.

En base a lo anterior, y a las recurrentes mejoras en las calificaciones crediticias realizadas por las agencias clasificadoras de riesgo, resulta difícil concluir que no existiera demanda por la participación de Corniglia en el mercado. **Prueba de lo anterior es que al cuarto trimestre de 2014 se transaron bonos de SMU por más de 7 veces el valor de dicha participación<sup>2</sup>.**

- b. **Existió un evento de liquidez durante el Período Relevante.** La oferta pública por acciones u OPA de SMU, producto de la venta del paquete accionario de la familia Rendic, 5 veces mayor que el paquete accionario de Corniglia, refleja que la acción, a esa fecha, sí tenía potencial de liquidez, siendo al menos necesaria la voluntad de algún accionista en querer vender sus acciones.

- ii. **Al dictar su Sentencia, el Árbitro no tuvo disponible ningún peritaje técnico sobre el potencial interés de mercado en comprar acciones de SMU durante el Período Relevante.**

La prueba acompañada al juicio ("Prueba") no da cuenta de ninguna gestión de Corniglia tendiente a ofrecer sus acciones en el mercado (contratar un banco de inversión, intentar una colocación secundaria, etc.) o, al menos, una opinión experta sobre el potencial interés de inversionistas sobre su paquete de acciones de SMU durante Período Relevante.

**En conclusión, durante el Período Relevante existía potencial interés de inversionistas por adquirir un paquete de acciones como el de Corniglia, tal como ocurrió durante la colocación primaria u Oferta Inicial de Acciones (IPO) efectuada por la compañía en enero de 2017, con una sobre demanda de 6 veces.** Más aún, no existe evidencia alguna que pruebe lo contrario.

---

<sup>1</sup> Venta de acciones en una Bolsa de Comercio realizada por un accionista. Ejemplos de colocaciones secundarias son las realizadas por Lipigas en 2016 y Enlasa en 2017, tal como se detalla en el cuerpo del informe.

<sup>2</sup> Calculado según el valor de la acción al efectuarse la oferta pública de las acciones (OPA) de SMU de fecha enero de 2015.

**2. ¿Se puede afirmar con certeza que a partir del Período Relevante a la fecha, hubo discontinuidad en los criterios de operación de SMU?**

La interpretación de alcanzar “criterios de operación” planteada en el Pacto, dice relación con la implementación de una operación integrada o unificada, con una visión estratégica de mediano y largo plazo del conjunto de los supermercados.

Este informe define qué se debiera entender por criterios de operacionales<sup>3</sup> de SMU y las analiza en detalle, en base a la información que el Árbitro tenía a la vista en la Prueba. En función a dicho análisis, podemos concluir **que los criterios operacionales han estado presentes sin interrupción desde el Período Relevante hasta la fecha**, por lo siguiente:

- i. **SMU siempre tuvo criterios de operación que permitieron darle continuidad al negocio de supermercados**, como lo muestran sus memorias. Existe evidencia en la Prueba que demuestra que los criterios de operación de SMU a comienzos del Período Relevante eran las de una empresa completamente operativa, con criterios operacionales similares a los de enero de 2017, al momento de la colocación primaria de acciones.
- ii. Con todo, a la fecha de inscripción de las acciones de SMU (octubre y noviembre de 2014), **SMU cumplía “criterios operacionales” que permitieron que la SVS aceptara la inscripción de sus acciones.**
- iii. SMU efectuó una exitosa colocación primaria de acciones. **Tomado este hecho objetivo como punto de partida y efectuado un análisis retrospectivo, no existe ningún antecedente en la Prueba que dé cuenta de algún punto de inflexión o quiebre en las condiciones económicas, financieras y operacionales de SMU desde el comienzo del Período Relevante hasta el IPO de 2017.**

**Teniendo lo anterior en consideración, y en base a la Prueba, se puede afirmar que durante el Período Relevante SMU siempre cumplió y aplicó criterios de operación que permitieron darle continuidad al negocio de supermercados.** Es más, por medio de un análisis técnico, se puede afirmar que los criterios de operación del período previo a las Inscripciones fueron equivalentes a los criterios de operación de enero de 2017, cuando se realizó exitosamente la colocación primaria de acciones, lo que según parecería ser el criterio del Árbitro en su sentencia, sería la comprobación empírica del cumplimiento de los criterios de operación.

---

<sup>3</sup> La Sentencia en su considerando Decimosexto reconoce expresamente que *“tales criterios [de operación] no aparecen definidos ni se especifica en qué consisten”*.

**3. ¿Está acreditado que fuese un hecho público y notorio que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de SMU durante el Período Relevante, como lo afirma el Árbitro en su Sentencia?**

Este informe plantea que, en base a la información disponible del Período Relevante, **la afirmación del Árbitro es inconsistente por los siguientes motivos:**

- i. **No hay prueba ni estudio técnico que acredite la supuesta “mala imagen” de SMU durante el Período Relevante.** En efecto, no se acompañaron al juicio informes financieros relevantes como reportes crediticios o de bancos de inversión, que reflejen la perspectiva futura de la compañía desde un punto de vista experto.
- ii. **Un inversionista evalúa oportunidades según las perspectivas futuras de una acción<sup>4</sup>,** en este caso SMU, por lo que no es posible arribar a conclusiones sobre el Período Relevante en base a unas pocas notas de prensa que ya habían perdido vigencia.
- iii. **La aseveración no se condice con la tendencia creciente de los precios de mercado de los bonos de SMU durante el Período Relevante.** En base lo antes descrito, los precios de mercado de un activo financiero, como lo es una acción o un bono, reflejan las perspectivas que los inversionistas tienen sobre los flujos futuros del mismo.

**En resumen, no está debidamente acreditado que fuese un hecho público y notorio que el mercado observara de manera negativa a la compañía. Es más, la evidencia disponible a la fecha permite concluir lo opuesto.**

**4. Desde una perspectiva financiera-económica, ¿cómo se entiende la Cláusula 4?**

Se nos pidió expresamente analizar la Cláusula Cuarta del Pacto desde una perspectiva financiera-económica. A la luz de la teoría económica de contratos<sup>5</sup>, podemos concluir que **sería inconsistente que si el objetivo del Pacto fue regular una colocación primaria de acciones, éste haya omitido o excluido ciertos aspectos esenciales para su realización como:**

- i. Al fijar la condición de la PUT, el Pacto **no distingue según tipo de colocación<sup>6</sup>:**
  - a. Colocación primaria: la compañía es quien la realiza para aumentar capital. Por ejemplo, el IPO de SMU realizado en enero de 2017.
  - b. Colocación secundaria: realizada por algún accionista de la compañía, como Corniglia. Ejemplos de este tipo de colocaciones fueron las realizadas por Lipigas (2015) y Enlasa (2012)..

---

<sup>4</sup> Tal como se describe ampliamente en la literatura y como se detalla en el libro de finanzas Bodie et al. (2011).

<sup>5</sup> Bolton y Dewatripont (2004) y Laffont y Martimort (2002).

<sup>6</sup> El Pacto si considera estas distinciones en otras estipulaciones, como por ejemplo el artículo Quinto literal (c).

- ii. **El Pacto no define las condiciones comunes que debe reunir una colocación primaria de acciones en el mercado.** Generalmente, este tipo de cláusulas incluyen extensas listas de criterios que regulan entre otros: participación en libro de órdenes por tipo de inversionistas y número mínimo, participación de actuales accionistas, mecanismos de selección de asesores, definición de Bolsa de Valores, entre otros. Las colocaciones primarias, al aumentar el capital, pueden diluir la participación de algún inversionista, por esta razón son más reguladas que las colocaciones secundarias.
- iii. **La inscripción de las acciones se encuentre sujeta a criterios de operación que no se encuentran definidos, tal como lo reconoce la misma Sentencia.**
- iv. **El Pacto fue elaborado por partes expertas en la materia y en mercado de capitales,** tal como se demuestra en la Prueba. Considerando su falta de completitud, no cabe asumir, en base a la teoría económica de contratos, que las Partes buscaran regular una colocación primaria, sino que más bien la inscripción de acciones para permitir que los accionistas pudieran efectuar una colocación secundaria de sus acciones, si así lo deseaban.

Dado lo anterior, concluimos que **resulta inconsistente que una cláusula redactada por partes expertas haya omitido condiciones esenciales para regular al menos mínimamente una colocación primaria, si éste era su supuesto propósito.** Por el contrario, el Pacto regula claramente la inscripción de las acciones, a fin de posibilitar que cualquier accionista realizase una colocación secundaria de las mismas, si así lo estimare conveniente para sus intereses.

En resumen, según los principales hallazgos identificados, podemos concluir lo siguiente:

- i. Durante el Periodo Relevante, existía potencial interés de terceros en adquirir el paquete accionario de Corniglia,
- ii. Quedó debidamente acreditado que SMU tuvo criterios de operación que hubieren hecho aconsejable la inscripción prevista,
- iii. No es efectivo que el mercado observaba de manera negativa las perspectivas de SMU durante el Período Relevante, de modo que malamente podría esa percepción negativa ser público y notorio, y
- iv. No es consistente que partes expertas en redactar pactos de accionistas hayan omitido condiciones esenciales para regular una colocación primaria, si este hubiera sido su objetivo. En base a la teoría económica, es posible concluir que lo regulado fue más bien la inscripción de acciones, lo que permitía, una colocación secundaria de acciones.

**Por todo lo anterior, se puede concluir que, tras las Inscripciones, Agrícola Corniglia pudo haber vendido sus acciones de SMU si así lo hubiere querido.**

## ÍNDICE

<b>I.-</b>	<b>Introducción</b>	<b>7</b>
I.1.-	<u>Inversión en Fondos de Capital Privado</u>	8
I.2.-	<u>Contexto de la Inversión en Supermercados del Sur</u>	8
I.3.-	<u>Delimitación del conflicto y materias a analizar</u>	11
<b>II. -</b>	<b>¿Tuvo potencial de liquidez la acción de SMU en el Período Relevante?</b>	<b>12</b>
II.1.-	<u>Definiciones</u>	12
II.2.-	<u>Potencial de liquidez de la acción de SMU durante el Período Relevante</u>	14
II.3.-	<u>Antecedentes utilizados en la Sentencia</u>	15
<b>III.-</b>	<b>¿Se puede afirmar con certeza que a partir del Período Relevante a la fecha, no existe discontinuidad en los criterios de operación de SMU?</b>	<b>18</b>
III.1.-	<u>Contexto de la operación de integración realizada</u>	18
III.2.-	<u>Criterios de operación estándar en una operación de integración de 9 agentes económicos independientes</u>	19
III.3.-	<u>Criterios de operación y criterios de liquidez de una inversión</u>	19
III.4.-	<u>La evidencia empírica: los criterios de operación se cumplían en el Período Relevante</u>	20
III.5.-	<u>Conclusiones respecto de los criterios de operación</u>	21
<b>IV.-</b>	<b>¿Está acreditado que fuese un hecho público y notorio que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de SMU durante el Período Relevante?</b>	<b>22</b>
IV.1.-	<u>“Imagen” de SMU en el Período Relevante</u>	22
IV.2.-	<u>Determinación del precio de mercado de una acción</u>	25
IV.3.-	<u>Información pública disponible para determinar el precio de las acciones de SMU para el Período Relevante</u>	26
<b>V.-</b>	<b>Desde una perspectiva financiera-económica, ¿cómo se entiende la Cláusula 4?</b>	<b>28</b>
	<b>Referencias</b>	<b>30</b>

## I. Introducción

Se nos ha solicitado un pronunciamiento desde la perspectiva de las finanzas y la economía respecto de la sentencia arbitral dictada por el árbitro arbitrador ("**Árbitro**") don Víctor Vial del Río de fecha 10 de octubre de 2017 ("**Sentencia**") en los autos arbitrales caratulados "Agrícola Corniglia Limitada con Gestora Omega Limitada Holding y Compañía en Comandita por Acciones" ("**Juicio**").

La Sentencia, en síntesis, interpretó la condición a que se sujetó la opción de venta ("**PUT**") convenida en el artículo cuarto del Pacto de Accionistas ("**Pacto**"), celebrado entre Agrícola Corniglia Limitada ("**Corniglia**") y Gestora Omega Limitada Holding y Compañía en Comandita por Acciones ("**Omega**"), declarando que la condición negativa convenida se había cumplido. Para los efectos de esta última decisión el Árbitro formuló algunas conclusiones respecto de la liquidez<sup>7</sup> de las acciones de SMU S.A. ("**SMU**").

El Árbitro, en su sentencia interpreta que el espíritu de la cláusula cuarta del Pacto ("**Cláusula**") va más allá del hecho objetivo indicado en el inciso segundo (la sólo inscripción en la SVS y en una Bolsa de Valores), agregando, además, que la inscripción debía estar precedida de "criterios de operación" que asegurarían a Corniglia obtener liquidez y un precio justo por sus acciones.

Luego, en su informe de réplica a la queja presentada por Omega ("**Informe Queja**"), el Árbitro abandona el "precio justo", pero mantiene como elementos de la Condición los criterios de operación y la liquidez.

Así, en el Informe Queja se plantea: *"Lo que reflexionó este Árbitro, y lo menciona reiteradamente en su sentencia, es que la condición hubiera fallado si la inscripción de las acciones hubiera estado precedida de los criterios de operación que hubiesen permitido una colocación viable de las acciones en bolsa, sin que para ello presente relevancia alguna que el precio que Agrícola Corniglia Limitada pudiera obtener en el mercado bursátil fuese inferior al que derivare del ejercicio de la opción de venta por parte de Agrícola Corniglia Limitada"*.

Luego, en el mismo Informe Queja se concluye que *"reflexionando el sentenciador que quedó debidamente acreditado que, en la situación particular de dicha compañía, no existían los criterios de operación que hubieren hecho aconsejable la inscripción prevista..."*.

Para los efectos de nuestro análisis nos hemos enfocado en el período previo a las fechas de las inscripciones de las acciones de SMU en la SVS y en la Bolsa de Valores de Santiago ("**Inscripciones**") y hasta la fecha en que se ejerció la PUT por parte de Corniglia, en diciembre de 2015, al que denominaremos "**Período Relevante**". **Esto debido a que abarca el período en el cuál Corniglia, por su propia voluntad, pudo haber realizado una colocación secundaria de sus acciones, tal como se discutirá más adelante.**

---

<sup>7</sup> Entendemos que se refiere a potencial liquidez de las acciones, tal como se explica en el cuerpo del texto.

Cabe agregar que, el periodo anterior al ingreso de la solicitud de inscripción de las acciones a la SVS es irrelevante para este análisis, ya que, habiéndose establecido el plazo de 6 años en beneficio de Omega, ésta lícitamente podía decidir unilateralmente en que momento de este plazo haría la inscripción y sólo en ese momento – el de la inscripción -- se debía verificar el cumplimiento de los Criterios de Operación.

### **I.1.- Inversión en Fondos de Capital Privado**

Para los efectos de formular nuestro pronunciamiento técnico financiero y económico, es necesario referirnos brevemente a algunas ideas introductorias y al contexto en que se desarrollaron los hechos que terminaron en la adquisición de la cadena supermercadista de la familia Repetto (Corniglia), la suscripción del Pacto, incluida la Cláusula y los hechos posteriores.

Es importante tener en cuenta el contexto económico-financiero del negocio y la inversión emprendida por Southern Cross Group ("**SC**") y de la cual participó Corniglia.

SC es un "*private equity fund*" o "fondo de capital privado" ("**FCP**"). Como tal, tiene como propósito buscar e invertir en empresas que tengan activos con un potencial de mayores utilidades, ya sea gracias al desarrollo e implementación de una visión estratégica, la incorporación de una gerencia de excelencia y/o un adecuado financiamiento. Los mayores niveles de rentabilidad que se esperan de dichas inversiones requieren de estos cambios importantes, las cuales no se encuentran exentas de riesgo<sup>8</sup>.

Por lo anterior, las inversiones en las cuales participa un fondo como SC, involucran riesgos que van más allá de los riesgos asociados a una inversión en acciones de una empresa ya consolidada en bolsa, o en papeles de renta fija (bonos). No es equivalente a una inversión en acciones estándares de la bolsa de valores.

Aquí se observa un primer error técnico en la Sentencia, ya que ella usa como fundamento en su considerando Decimoséptimo lo que señala la SVS respecto de la inversión en acciones y no en Fondos de Capital de Inversión.

### **I.2.- Contexto de la Inversión en Supermercados del Sur**

En el año 2008, SC estimó que el sector de los supermercados en Chile permitía la incorporación de una cuarta cadena de supermercados con cobertura nacional. En particular, se identificó que las cadenas de supermercados regionales correspondían a un activo con un alto potencial de rentabilidad, en la medida que se llevaran a cabo cambios importantes, tales como:

- i. la implementación de una visión estratégica a mediano y largo plazo,

---

<sup>8</sup> Ver Gompers et al (2015) para descripción detallada del actuar de los "Private Equity Fund" (PEF) a nivel mundial. Ver Davis et al. (2014) para ver el impacto en la productividad del ingreso de un PEF a una empresa. Ver página Web de "Southern Cross Group" para ver cómo se autodefine la empresa como un "Private Equity Fund".

- ii. la integración de varias cadenas regionales para un mayor aprovechamiento de economías de escala,
- iii. desarrollo e implementación de una gestión unificada y de excelencia en materias de operaciones, logística y manejo de inventarios, y
- iv. una política de financiamiento acorde al plan estratégico.

Este proyecto de inversión con alta rentabilidad esperada, también implicaba riesgos asociados a su implementación, en particular en atención a la competencia con actores relevantes y consolidados como Jumbo (Cencosud), Walmart Chile y Tottus (Falabella).

El escenario planteado anteriormente resulta natural en el entendido de que aquellas inversiones con un mayor retorno esperado implican necesariamente un mayor riesgo, es decir, que existen circunstancias en las cuales el negocio o inversión puede producir pérdidas, a diferencia de inversiones altamente seguras como depósitos a plazo, los cuales tienen un menor retorno, pero pagadero a todo evento<sup>9</sup>.

Inversionistas como SC y Corniglia corresponden a la categoría de inversionistas calificados, los cuales conocen esta distinción. Este tipo de inversionistas tienen acceso a expertos legales y financieros, tal como lo demuestran los antecedentes presentados durante el Arbitraje, los que dan cuenta del adecuado análisis de la inversión y sus riesgos a lo largo del tiempo.

Un inversionista calificado entiende que una inversión como la descrita anteriormente, esto es, con un alto retorno esperado, pero sujeta a la incertidumbre del éxito de los cambios a implementar, no tiene un retorno garantizado. Por ello, el retorno seguro que daría la PUT a Corniglia, conforme a la interpretación que el Árbitro hace del artículo cuarto del Pacto, no se condice con la normal relación riesgo-retorno de una inversión como la descrita para un FCP.

En este punto es importante destacar que una inversión con la seguridad –o bajo riesgo- como la que resulta de la interpretación del Árbitro no entregaría una rentabilidad de un 8% real en los mercados financieros.

A modo de ejemplo, como se muestra en el Cuadro 1, inversiones seguras con retornos a todo evento como: (1) depósitos en cuentas de ahorro, (2) ahorro en instrumentos de renta fija (bonos) de instituciones de alta solvencia (gobierno y empresas con alta clasificación de riesgo) y (3) el fondo E de las AFP, dieron rentabilidades mucho menores al 8% real anual entre la fecha de adquisición de las acciones por parte de Corniglia y la fecha en que solicitaron hacer valer la “PUT”.

---

<sup>9</sup> Esta es la tradicional tensión entre rentabilidad y riesgo en inversiones financieras, Cochrane (2005).

A mayor abundamiento, si tomamos como ejemplo el Fondo A de las AFPs, aquel con cartera de inversiones más riesgosas y con una volatilidad de los retornos más alta, entregó en el mismo período una rentabilidad total en pesos de 76%, mientras el retorno de la PUT hubiera sido de 87%.

<b>Cuadro 1: Rentabilidades</b>		
<b>Instrumento</b>	<b>Rentabilidad Anual</b>	<b>Rentabilidad (2008-2014)*</b>
Cuenta Ahorro BancoEstado	2,7%	17,3%
Bono Banco Central (a 5 años)	5,3%	36,5%
Préstamo con TMC **	6,8%	48,6%
Cuenta E fondo de AFP	5,7%	39,5%
Cuenta C fondo de AFP	7,4%	53,9%
Cuenta A fondo de AFP	9,8%	75,5%
Opción PUT	UF + 8,0%	87,0%

*Elaboración propia. Fuente: BancoEstado, Banco Central, SAFP.*

*\* Cálculos asumen interés compuesto cada año.*

*\*\* Tasa máxima convencional (TMC) para operaciones reajustables en moneda nacional para plazos superiores a un año y monto superior a 2000 UF de enero de cada año.*

Incluso bajo la hipótesis que el negocio de Corniglia hubiese sido un “simple mecanismo de financiamiento”<sup>10</sup>, como un préstamo bancario o mutuo, y consideramos el retorno de 8% en UF exigido por éste, la tasa de retorno de este “financiamiento simple” superaría en un punto porcentual la Tasa de Interés Máxima Convencional promedio para el año 2008<sup>11</sup>. Por lo tanto, de haber sido un préstamo o un mutuo y exceder la tasa máxima Convencional, éste hubiese sido sancionado como usura.

Lo cierto es que de acuerdo al mérito de los antecedentes del expediente y de lo señalado en la Sentencia, no se trató de un “financiamiento simple”, sino que, la inversión realizada por Corniglia fue una **inversión empresarial** de un inversionista sofisticado, en un negocio con riesgos, donde Corniglia esperaba vender su participación en aproximadamente 4 veces el valor invertido.

Como todo negocio de riesgo, la compañía tuvo períodos difíciles y de bajo retorno, pero también ha sostenido una recuperación financiera y operacional, tal como se observa en la Prueba – específicamente en los resultados del Plan Trienal 2013-2016 - que culminó exitosamente con la

<sup>10</sup> La versión del “negocio financiero” la indica el testigo señor Rodrigo Hinzpeter, en la audiencia de declaración de fecha 27 de abril de 2017, en que señala textualmente que “Un PUT, en el fondo, era un derecho, pero no una obligación, de que Southern Cross les comprara esa parte del precio que estaban dejando adentro. Era una forma de financiamiento, prácticamente. De hecho, pactamos una fórmula financiera simple. Era un crédito a 6 años, UF más 8%”.

<sup>11</sup> Operaciones reajustables en moneda nacional para plazos superiores a un año y monto superior a 2000 UF.

apertura en bolsa a través de una colocación primaria de acciones por parte de la compañía el 24 de enero de 2017. Desde esa fecha, SMU ha sido una de las acciones de mayor rentabilidad en la bolsa local.

### **I.3.- Delimitación del conflicto y materias a analizar**

Dado lo expuesto, queda en evidencia que las tesis o posiciones en juego en este juicio arbitral es si el artículo cuarto del Pacto, otorga: (i) el reconocimiento a un inversionista calificado, Corniglia, de una rentabilidad segura y desproporcionada en una inversión que por su naturaleza es riesgosa o (ii) el reconocimiento que se trató de una inversión empresarial, sujeto al riesgo propio del negocio y que otorgó un PUT en beneficio de Corniglia, para reducir, parcialmente, el riesgo inherente a una inversión en un FCP.

El costo de la PUT junto a la interpretación del Árbitro sobre la exigencia de cumplimiento de “criterios de operación” que garanticen la liquidez y el acceso a un “precio razonable” no sólo resulta ajeno a lo acordado en el Pacto, sino que además desconocen por completo el riesgo asociado a este tipo de inversiones.

En este contexto, hemos evaluado, desde nuestra experticia técnica económica y financiera la validez de las conclusiones en la Sentencia, especialmente, si:

- i. La liquidez o potencial de liquidez de las acciones en SMU y posibilidades de venta por parte de Corniglia durante el Periodo Relevante (sección II).
- ii. Si la “Sociedad hubiere logrado criterios de operación” que hicieran aconsejable la inscripción de las acciones en bolsa (sección III).
- iii. Si era un hecho público y notorio que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de la compañía a la fecha de las Inscripciones de las acciones y hasta el ejercicio de la PUT por Corniglia (sección IV).

Adicionalmente al análisis antes mencionado, se nos pidió incluir en el presente informe una lectura desde una perspectiva financiera-económica de la Cláusula, la cual tratamos en la sección V.

Cabe reiterar que el Período Relevante, para los efectos del cumplimiento o no de la condición negativa del PUT, comprende desde el momento previo a las Inscripciones de octubre y noviembre de 2014, hasta la época del ejercicio de la PUT en diciembre de 2015.

A continuación, presentamos nuestro dictamen técnico respecto de los temas consultados luego de haber analizado la Sentencia.

## II. ¿Tuvo potencial de liquidez la acción de SMU en el Período Relevante?

El Pacto, al regular la PUT en el artículo cuarto y la modificación que se hizo el 2011, no contienen ninguna condición o referencia sobre el potencial de “liquidez”, ni de condiciones para una colocación primaria de acciones, sino que sólo establece como condición que se encuentren inscritas en la SVS y en una bolsa de valores.

Sin perjuicio que basta la simple lectura del Pacto para observar que éste jamás incluye una “condición de liquidez”, y dada la interpretación del Árbitro, se destaca que, revisados los antecedentes aportados por las partes al Juicio, **no existe prueba o evidencia sobre la potencial falta de liquidez de estas acciones, es decir, que no se hubieran podido vender.**

**En este sentido, la Sentencia no da cuenta de ningún documento, testimonio u otro antecedente que demuestre el real interés de Corniglia por vender sus acciones de SMU y, menos de que no existió potencial interés de inversionistas por adquirirlas.**

### II.1.- Definiciones

Desde el punto de vista técnico es importante aclarar los siguientes conceptos:

#### II.1.1.- **Liquidez y potencial de liquidez:**

- i. **Liquidez.** Si bien el Pacto no establece o regula condiciones sobre la liquidez de las acciones de SMU, la interpretación que da el Árbitro a la PUT establece que ésta seguía vigente hasta el cumplimiento de “*criterios de operación*”, a fin de dar “liquidez” y permitir el acceso a un precio “razonable” a Corniglia. Sobre esta afirmación, surgen dos preguntas válidas. ¿De la evidencia presentada, cómo sabemos si las acciones no tenían liquidez de forma que la opción siguiera activa? ¿Cuál es el “*precio razonable*”?

El concepto de liquidez de una acción se da dentro del marco del precio de “mercado” del instrumento.

La definición de liquidez más simple, entregada por la SVS para inversionistas no calificados, la conceptualiza como “*el grado de convertibilidad del activo en dinero sin afectar su valor. Esta variable se asocia con el momento en que se desee retirar la inversión*”. Es decir, la capacidad de vender el instrumento financiero sin afectar el valor (precio de mercado) en el momento que se desee retirar la inversión.

La citada definición no tiene relación alguna con los criterios de operación de negocio o si éste incurre en pérdidas. Por lo tanto, mal se puede hablar de “*precio razonable*”. Es por ello que la SVS habla de precio “*justo*”, entendido como precio de mercado, sin asignar razonabilidad a este guarismo.

A modo de ejemplo, si se adquiere un terreno a la orilla del mar en la séptima región por \$100 antes del maremoto del año 2010, y existe un interés por vender el año 2011, claramente no puedo decir que un precio razonable es de \$100. Sin duda, el maremoto afectó el valor del terreno, por lo que no existirán compradores dispuestos a pagar \$100 ya que no se podría construir en él. Esto no quiere decir que no exista demanda por terrenos en la séptima región, sino sólo que el nuevo precio de mercado es más bajo, por ejemplo, \$50. Luego, si se ofrece el terreno a \$50 y llegan muchos compradores, se podrá decir que el terreno es una inversión líquida y el precio es justo, aunque no sea “razonable” para inversionistas que compraron cuando el terreno valía más.

- ii. **Potencial de Liquidez.** Cabe también precisar que la liquidez es una característica de una inversión la cual sólo es verificable *ex post*, es decir, con posterioridad al intento de venta. **Por lo tanto, para comprobar el potencial de liquidez es necesario una primera acción de algún accionista interesado en obtener liquidez por sus acciones.**

Para el caso de las acciones de SMU de propiedad de Corniglia, la liquidez quedó empíricamente acreditada con la colocación primaria de acciones de enero de 2017. Sin embargo, lo anterior no implica que si Corniglia hubiese estado dispuesto a vender previo a esa fecha, no hubiese inversionistas dispuestos a comprar sus acciones.

Para determinar la liquidez de una inversión *ex ante*, resulta necesario evaluar su “*potencial de liquidez*”, el cual se puede evaluar/determinar por diversos elementos, como por ejemplo:

- a. Si la acción está debidamente inscrita y registrada en la SVS y en bolsa
- b. Si existe alguna intención o indicación de venta por parte de algún accionista
- c. Indicación de liquidez (no potencial) de otros instrumentos de la compañía (bonos)

**Por lo anterior, el potencial de liquidez no puede ser simplemente verificable recurriendo a la observación de una mera fuente pública, sino que requiere de un peritaje o informe técnico especializado en la materia.**

#### **II.1.2.- Colocación primaria y colocación secundaria:**

Para el caso de las acciones, su venta o transacción a través de una Bolsa de Comercio puede ocurrir de dos maneras:

- i. **Colocación primaria: Oferta pública inicial de acciones** para aumentar capital (IPO, Initial Public Offering), la cual es realizada por la misma compañía respecto de nuevas acciones.
- ii. **Colocación secundaria:** oferta de acciones ya emitidas anteriormente, en la cual un inversionista es quien ofrece directamente sus acciones en bolsa<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Ver Emery et al. (2000).

Para ambas colocaciones, es necesario el registro previo de la sociedad y sus acciones en la SVS y en una Bolsa de Comercio. La diferencia entre ambas radica en que la colocación primaria tiene como propósito obtener financiamiento para la empresa emisora, mientras que la colocación secundaria beneficia únicamente a sus inversionistas, otorgándoles mayor liquidez sobre sus inversiones. **En cualquier caso, la apertura en bolsa de una compañía puede ocurrir a través de cualquier de los dos mecanismos.**

## **II.2.- Potencial de liquidez de la acción de SMU durante el Período Relevante**

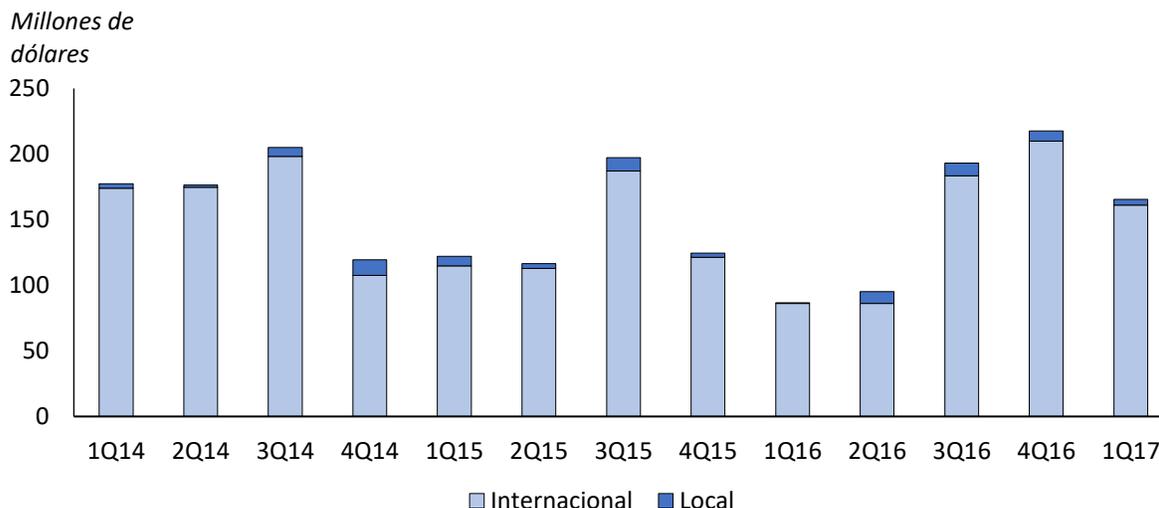
Previo a cualquier consideración sobre las acciones realizadas por las Partes, por medio de un análisis económico-financiero de la información disponible del Período Relevante, podemos destacar que la siguiente evidencia permite concluir que **existía interés de invertir en instrumentos públicos de SMU durante el Período Relevante:**

- i. La participación de Corniglia en SMU era de 2,45%, lo que al precio del IPO de la acción de enero de 2017, equivalía a unos 16 millones de dólares. Asumiendo un valor similar para una venta a fines de 2014, es difícil pensar que no hubiera encontrado comprador para su paquete de acciones.
- ii. Durante el cuarto trimestre de 2014 se transaron 120 millones de dólares en bonos de SMU, más de siete veces la participación de Corniglia. Ello es una demostración empírica que el mercado estaba dispuesto a tomar riesgo por SMU. Si bien las características de un bono son distintas a la de una acción, el riesgo SMU se transaba activamente en el mercado, lo cual es demostrativo del potencial de liquidez.
- iii. En febrero de 2015, CorpGroup Holding, controlador de SMU, lanzó una Oferta Pública de Acciones (OPA) de SMU después de superar dos tercios de participación en la compañía. Esta se produjo porque un accionista de SMU, Familia Rendic, le vendió el 13,88% de sus acciones, lo que demuestra un evento de liquidez de las acciones de SMU en el Período Relevante.

Adicionalmente, Corniglia podría haber explorado con el accionista controlador una solución similar a la Familia Rendic, es decir, vendido su participación al controlador de SMU. Esto no ocurrió, pues siendo consistente con la apreciación que tenían los directores de SMU en cuanto a que no era oportuno vender al precio ofrecido, dada la buena perspectiva que se tenía sobre la compañía.

El precio ofrecido en la OPA ponía un piso a la participación de Corniglia, el cual podría haber sido utilizado para vender sus acciones a los otros accionistas que afirmaban públicamente que la compañía tenía un valor mayor. No hay evidencia en la Prueba que refleje alguna gestión de Corniglia en realizarlo.

**Figura 1: Montos Transados Bonos SMU**



*Elaboración propia. Fuente: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago, RiskAmerica.*

Prueba del interés del mercado por invertir en SMU, es el volumen de las transacciones de bonos de la compañía efectuadas durante el Período Relevante. La Figura 1, muestra que las transacciones de bonos de SMU han sido bastante estables desde 2014, y no muy diferentes a los montos del primer trimestre de 2017, cuando la empresa efectuó su IPO. Si bien no sabemos a qué precio se podrían haber vendido las acciones a fines de 2014, **pues Corniglia no las ofreció al mercado**, si se observaba liquidez por bonos de SMU.

**En resumen, la evidencia muestra que la acción de SMU tenía potencial de captar interés de inversionistas.**

### **II.3.- Antecedentes utilizados en la Sentencia**

Con el objeto de probar la supuesta falta de potencial de liquidez de las acciones de SMU en el Período Relevante, uno esperaría que Corniglia hubiese acreditado en el Juicio o en la Prueba que exploró las condiciones de mercado para una potencial venta.

Corniglia podría haber hecho una exploración de precios para ver si prefería mantenerse de socio o vender su participación a través de una colocación secundaria. Esto lo podría haber hecho contratando un banco de inversión, para tener una opinión fundada de la potencialidad de liquidez del mercado y el interés de otros inversionistas por las acciones de SMU.

Por otro lado, al menos, Corniglia podría haber solicitado una opinión informal de alguna corredora de bolsa u otro agente de mercado respecto de la misma materia, es decir la liquidez o potencial de liquidez de las acciones de SMU. Así, de no haber prosperado la colocación secundaria cuando las acciones se encontraban inscritas, se podría hablar de falta de liquidez o dificultad para transar.

Sin embargo, **no existe antecedente en el expediente arbitral, que permita válidamente afirmar que Corniglia haya realizado alguna acción tendiente a obtener liquidez por sus acciones (condición mínima para probar falta de potencial de liquidez) ni que no tuviera la posibilidad de colocar sus acciones en el mercado.**

La sola inscripción de las acciones en la bolsa da derecho a todo accionista a realizar directamente una colocación secundaria. De hecho, **existen transacciones de acciones de empresas que no se han transado en los últimos años y que optaron por hacer colocaciones secundarias, lo que implicó una apertura en bolsa por este mecanismo.**

Ejemplos de lo anterior son las ventas de un paquete de acciones de Enlase por US\$36 millones de dólares al Grupo Penta y a otros inversionistas en octubre de 2012, y la colocación secundaria del 10% del capital societario de Lipigas a fines de 2015, previo a su oferta pública inicial de acciones (IPO) o colocación primaria en noviembre de 2016.

**Conociendo estos antecedentes, mal se podría afirmar que una acción inscrita y no transada no tiene potencialidad de tener liquidez si es que no existe prueba de que algún accionista haya intentado vender alguna participación, condición necesaria para probarlo.**

**Por lo tanto, la apertura en bolsa depende que la compañía haya efectuado una colocación primaria, o bien, que exista uno o más accionistas dispuestos a vender sus acciones en una colocación secundaria.**

Por otro lado, requerir que las acciones estén siendo transadas no es una condición razonable en un contrato de una sociedad en formación, por cuanto es algo que está fuera del control de quien ofrecería la opción, en caso que esta se encuentre inscrita en bolsa. Si los accionistas no desean vender, la acción no se transará. Si Corniglia hubiera estado interesado en vender su participación, pudo perfectamente haber realizado una colocación secundaria de su participación en la compañía. Esto es lo que analizamos en la aclaración sobre el concepto de liquidez.

Vale la pena destacar que, **en los años 2014, 2015 y hasta noviembre de 2016, en el mercado nacional no se realizaron colocaciones primarias en la bolsa.** En Chile esto se explica en parte por la desaceleración económica que redujo las inversiones y su rentabilidad, y en todo el mundo emergente debido a que las bajas tasas de interés globales indujeron a las empresas a preferir la emisión de bonos por sobre la emisión de acciones<sup>13</sup>.

Recién en noviembre de 2016 se reactivan las colocaciones primarias en el mercado nacional con la ya mencionada por Lipigas S.A, donde concurrieron principalmente fondos de inversión, inversionistas institucionales, y empleados y directores de la compañía. Posteriormente, en enero de 2017, se realiza

---

<sup>13</sup> Ver Shin (2014) e IMF (2015).

su apertura en bolsa de SMU, a través de una colocación primaria, existiendo una demanda de más de 6,1 veces sobre el valor colocado.

A título de conclusión y en base a los antecedentes antes señalados, es posible afirmar que durante el Periodo Relevante **existía potencial de liquidez de las acciones de SMU, sólo bastaba la intención de Corniglia de vender su paquete de acciones.** Tal vez no al precio de la PUT, pero eso es un juicio sobre el valor de las acciones y no de lo que interesa, esto es el potencial de liquidez.

**III. ¿Se puede afirmar con certeza que a partir del Período Relevante a la fecha, no existe discontinuidad en los criterios de operación de SMU?**

En la Sentencia, el Árbitro insiste en el incumplimiento de “*criterios de operación*” para inscribir las acciones de SMU en bolsa. Sin embargo, dichos criterios de operación no son explicitados por el Árbitro (ni por el Pacto de Accionistas), como lo reconoce la propia Sentencia.

En esta sección argumentamos que es inconsistente con el carácter técnico de los inversionistas en cuestión, no haber especificado los criterios que se debieran cumplir para ejercer la PUT con arreglo a la Sentencia. Posteriormente, se **demostrará que SMU cumplía criterios operacionales durante el Período Relevante, que le permitieron dar continuidad a su negocio, que es la venta en supermercados, y fueron los mismos que permitieron realizar las Inscripciones y posteriormente la colocación primaria.**

**III.1.- Contexto de la operación de integración realizada**

En el caso en análisis, la operación de los supermercados consiste en comprar productos, almacenarlos, operar los locales de venta, realizar la cobranza, mantener complejos sistemas de información y contabilidad unificada, tener una red logística operativa, administrar un complejo sistema de personal y recursos humanos, entre otros.

<b>Cuadro 2: Resumen de las cadenas que compusieron Supermercados del Sur</b>					
<b>Cadena</b>	<b>Fecha compra</b>	<b>Ventas (US\$m)</b>	<b># locales</b>	<b># empleados</b>	<b>Ciudad</b>
Diproc	Sep-08	18	4	260	Talca
Muñoz Hnos.	Sep-08	116	4	660	Temuco
Tucapel	Oct-08	73	4	860	Los Angeles, Angol
Bigger	Oct-08	164	15	1.780	Valdivia, Osorno
Keymarket	Dic-08	191	55	2.500	Concepción, Viña
Full Fresh	Dic-08	113	12	1.700	Pto Montt, Chiloé
Casa Amarilla	Ago-09	6	1	n.d.	Chimbarongo
Rengo	Sep-09	1	1	n.d.	Rengo
Costaguta	Ene-10	13	2	142	Casablanca

*Elaboración propia. Fuente: Presentaciones inversionistas Southern Cross Group*

A este respecto cabe destacar que se estaban comprando nueve cadenas familiares - una de las cuales, Keymarket, era de la familia Repetto - con distintas visiones estratégicas, sistema de alta administración y operación, lo cual implicaba un riesgo operativo relevante, lo que es inherente a una inversión realizada por un FCP, tal como se muestra en el Cuadro 2.

Como es evidente, estas cadenas presentaban niveles muy heterogéneos de ventas, empleados y locales, y relacionado con ello distintos sistemas de administración y operación.

### **III.2.- Criterios de operación estándar en una operación de integración de 9 agentes económicos independientes**

Por lo anterior, y desde el punto de vista técnico financiero y económico el sentido de los “*criterios operacionales*”, que se plantean en la Cláusula, dicen relación con:

- i. la implementación de una visión estratégica a mediano y largo plazo del conjunto de los supermercados,
- ii. la integración de cadenas regionales para un mayor aprovechamiento de economías de escala,
- iii. el desarrollo e implementación de una gestión unificada y de excelencia en materias de operaciones, logística y manejo de inventarios,
- iv. el desarrollo de un sistema computacional único e integrado, y
- v. una estrategia de financiamiento acorde al plan estratégico.

Esta interpretación de los “*criterios de operación*” planteados en la Cláusula, que se debían alcanzar en un plazo de 6 años, coincide con la finalidad de las inversiones que realiza SC como FCP. Esto es la adquisición de activos que a través de mejoras operacionales pueden aumentar su rendimiento. Estos criterios operativos también han sido planteados en el pasado. A modo de ejemplo esta la emisión de bonos de Supermercados del Sur<sup>14</sup>.

La complejidad de efectuar esta integración se refleja en el plazo que las partes se dieron para reunir estos “*criterios de operación*”, 6 años.

### **III.3.- Criterios de operación y criterios de liquidez de una inversión**

Es necesario insistir que los “*criterios de operación*”, como su nombre lo indica, se refieren a la “*operación*” de la compañía, es decir el obrar, trabajar, ejecutar, llevar adelante a la empresa. Por ello estos “*criterios de operación*” dicen relación con cuestiones que inciden en la marcha de la empresa, como, por ejemplo, los manejos de inventario, las ventas por metro cuadrado, la velocidad de reposición, etc.

Por otro lado, los criterios de “*liquidez*” o “*potencial de liquidez*” de una acción, no forman parte del funcionamiento del negocio de una compañía, sino más bien tienen relación con los criterios relacionados a la venta de una inversión.

**Contrario a los criterios de un análisis económico-financiero, el Árbitro yerra al incorporar dentro de los criterios operacionales, criterios asociados a la liquidez de la acción.**

---

<sup>14</sup> En su prospecto se habla de un proyecto de 3 fases: i) La primera del 2008 a 2009 (toma de control de cadenas), ii) La segunda (2009) integración gradual de las cadenas adquiridas, según se indicó.. iii) La tercera fase (2010) establecimiento de las bases para un proceso de mejoras operacionales y mejores prácticas de administración y control de gestión de clase mundial.

#### III.4.- La evidencia empírica: los criterios de operación se cumplían en el Período Relevante

La cuestión en este ámbito es definir cuáles son los “*criterios de operación*”. En las secciones anteriores, nos hemos referido no tan solo a las condiciones financieras y a la visión de mercado de la compañía, sino también al potencial de liquidez de las acciones. Sin embargo, en esta sección, queremos definir los criterios de operación que aplican al negocio principal de SMU, la operación del negocio de supermercados. En base a dicha definición, comprobamos que los datos operativos de la compañía son demostrativos del cumplimiento de los criterios de operación.

<b>Cuadro 3: información Operacional de SMU</b>					
<b>Medida</b>	<b>Unidad</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Participación de mercado	% ventas	24,0%	22,0%	21,3%	21,5%
# tiendas	#	603	541	528	535
Metros cuadrados	Miles	767	609	605	612
Marcas	#	12	11	10	10
# empleados	Miles	38,1	34,4	31,9	32,5
Ventas / Jornada Equivalente	CLP millones	4,9	5,8	6,7	7,1
Centralización	% inventarios	38%	46%	45%	43%
Días de inventario	Días costo	40	33	39	40
Días de pago proveedores	Días costo	96	82	79	75
Instock SMU	% inventarios	93%	92%	91%	n.d.
Fill rate SMU	% inventarios	77%	78%	78%	n.d.

*Elaboración propia. Fuentes: Memorias SMU y presentaciones corporativas presentadas en la Prueba.*

En el cuadro 3 se presenta la información relevante sobre la operación de SMU contenida en la Prueba. Cabe destacar que la compañía siempre ha estado operativa. La participación de mercado ha bajado de 24,0% en 2013 a 21,5% en 2016, consistente con la reducción en el número de tiendas de 603 a 535 en el período mencionado. Es decir, se ha realizado una racionalización de los activos.

Todo esto ha sido acompañado por una reducción de 22% en el número de empleados, y un incremento en ventas por jornada equivalente.

Además, el porcentaje de la demanda que es cubierta con el stock inmediato se ha mantenido en torno a tres cuartos (*fill-rate*), el porcentaje de productos que se encuentran exhibidos o en bodega supera el 90%, mientras que los días de pago a proveedores (días de cuentas por pagar) desde 2014 está por debajo de tres meses. Todo esto muestra una operación normal de los supermercados, y con una mejora en los índices de eficiencia.

Supongamos que incluso el argumento subyacente en la Sentencia fuera técnicamente correcto, es decir, las Inscripciones de las acciones de la Sociedad en la bolsa debe estar precedida de criterios de operación que hagan viable la colocación de sus acciones, surge la pregunta ¿por qué está condición no se cumpliría respecto de SMU en 2014?

La empresa hizo una emisión primaria de acciones de manera exitosa en enero de 2017. **El examen de las cifras operacionales muestra que los criterios de operación que precedieron las Inscripciones de 2014 eran relativamente similares a los criterios de operación anteriores al IPO de 2017, siguiendo una tendencia positiva a lo largo de todo el período.**

Es más, **no existe evidencia en el expediente arbitral de algún quiebre operacional que permita concluir que los criterios operacionales que se cumplieron en enero de 2017, no se hubiesen cumplido en el período previo a las Inscripciones de 2014. El cuadro 3 confirma lo anterior.**

Por último, a la fecha de las Inscripciones acciones de SMU (octubre y noviembre de 2014), es lógico presumir que SMU cumplía “criterios operacionales” dado que tanto la SVS como la Bolsa de Comercio de Santiago aceptaron las inscripciones de la acción de la compañía.

### **III.5.- Conclusiones respecto de los criterios de operación**

Es indiscutible, tal como se detalla más adelante, que **ni el Pacto, ni la Sentencia definieron que se debe entender por “criterios de operación”,** y ello por la sencilla razón que ésta es una materia pacífica, por cuanto se trata de ciertas normas o reglas necesarias para la buena marcha u operación normal de una compañía.

Dentro de estos criterios se encuentran materias tales como las políticas de logística, manejo de inventarios y explotación de los locales de venta, entre otros; los cuales se cumplieron a lo largo del Período Relevante.

**Teniendo lo anterior en consideración, y en base a la evidencia presentada en la Prueba, se puede afirmar técnicamente que SMU siempre tuvo criterios de operación que permitieron darle continuidad al negocio de supermercados a partir del Período Relevante. Es más, en dicho período, la empresa cumplía criterios operacionales similares a los criterios del período previo a enero de 2017, cuando se realizó la colocación primaria de acciones.**

#### **IV. ¿Está acreditado que fuese un hecho público y notorio que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de SMU durante el Período Relevante?**

Antes de seguir, es necesario precisar que, para los efectos de este informe técnico económico y financiero, entendemos como “*hecho público y notorio*” toda información de fuente pública que un inversionista medio tiene disponible y considera al momento de evaluar una inversión.

El Árbitro argumenta que, durante los seis años desde la firma de la opción contenida en el Pacto (diciembre de 2008), hasta la fecha de su expiración (diciembre de 2014), era un “*hecho público y notorio*” “*que el mercado no observaba de manera positiva los resultados de la compañía*”, lo que no promovía el interés de adquirir acciones de la compañía en una bolsa de valores. En base a la información disponible del Período Relevante, **la afirmación es inconsistente por los siguientes motivos:**

- i. No hay prueba ni estudio técnico que acredite la supuesta “mala imagen” de SMU durante el Período Relevante.
- ii. Un inversionista evalúa oportunidades según las perspectivas futuras del activo subyacente<sup>15</sup>.
- iii. La aseveración no se condice con la tendencia creciente que tuvieron los precios de mercado de los bonos de SMU durante el Período Relevante.

##### **IV.I.- “Imagen” de SMU en el Período Relevante**

Más allá de lo señalado precedentemente en este informe, en el sentido que **no existe evidencia que muestre un esfuerzo por parte de Corniglia de explorar seriamente las condiciones de mercado, además no resulta técnica ni económicamente válido hacer un juicio sobre las perspectivas e imagen de la empresa con información de prensa de los años 2011 y 2013, para una operación prevista a partir de fines de 2014.**

En efecto, si bien la Sentencia intenta acreditar la existencia de una “mala imagen” en el mercado alegando la concurrencia de “hechos públicos y notorios”, a reglón seguido trata de justificar la existencia de estos “hechos públicos y notorios” en base a los siguientes antecedentes presentados en la Prueba:

- i. Nota de prensa de emol.com de fecha 18 de septiembre 2011.
- ii. Nota de prensa del diario La Tercera de fecha 19 de septiembre de 2011.
- iii. Nota de prensa elmercurio.com de fecha 20 de julio de 2013.
- iv. Documentos acompañados por la demandante DD-I.16 a DD-I.21, que consisten en:
  - a. Actas Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 23 de agosto de 2013.
  - b. Noticia de Economía y Negocios online fecha 12 de agosto de 2013
  - c. Noticia del Diario Financiero de fecha 12 de agosto de 2013.
  - d. Noticia de Diario Estrategia de fecha 13 de agosto de 2013.

---

<sup>15</sup> Tal como se detalla en el libro de finanzas Bodie et al. (2011).

- e. Artículo de revista Capital de 23 de agosto de 2013.
- f. Noticia de El Mostrador de fecha 29 de agosto de 2013.
- v. Presentación corporativa de abril de 2016 y memorias de la compañía.

Más allá del razonamiento del Árbitro, llama la atención de estos informantes que éste no haya establecido directamente la supuesta existencia de la “mala imagen” de SMU, sino que recurre a una vía indirecta de pretender acreditarlo por unos supuestos hechos “públicos y notorios” que pretende extraer de los antecedentes enumerados previamente.

Desde el punto de vista técnico financiero y económico y tal como ya se señaló, el Período Relevante para el análisis **comprende la época previa a las Inscripciones de 2014 hasta fines de 2015**. En éste, el análisis debiera mirar a las perspectivas futuras de la compañía, tal como se detallará más adelante.

Mirar desde 2013 hacia atrás, sin analizar el Período Relevante es inconducente para fundar una conclusión válida técnicamente. Por lo tanto, **la evidencia 1 a 4 de la Prueba es por sí sola irrelevante**, a lo sumo anecdótica, y respecto de la evidencia 5, la Sentencia se equivoca en la lectura y análisis técnico de dichos documentos (presentación corporativa y Memorias), como se prueba a continuación.

Respecto de la citada evidencia 5, el Árbitro señala *“la sociedad tenía resultados negativos desde el año 2010 hasta el último trimestre del año 2015”*.

Asentemos desde ya que **tener pérdidas no significa bajo ninguna circunstancia que las acciones no tengan valor ni mucho menos falta de potencial de liquidez**. Muchas empresas tienen pérdidas y se transan, incluso a veces muy exitosamente, pues el mercado considera que es un fenómeno transitorio.

Lo anterior, ha ocurrido tanto en destacadas empresas líderes en sus industrias en Chile como Latam y CAP, así como en algunas fusiones donde el ajuste operacional toma tiempo, es costoso y se enfrentan a dificultades inesperadas. Un caso emblemático es el de Amazon, una de las empresas de mayor valor bursátil del mundo, que tuvo pérdidas desde su IPO en 1997 hasta 2002, y durante ese período se transaron sus acciones por más de 550 mil millones de dólares<sup>16</sup>.

Asimismo, al revisar la presentación corporativa del año 2016 de SMU, donde se muestran las utilidades negativas, **la Sentencia ignora todo el resto del contenido de dicha presentación**.

En la presentación corporativa se muestra una mejora persistente de los resultados de la compañía. No solo importa el signo de las utilidades, sino que también la tendencia. Esta es la única forma de poder estimar si el fenómeno de utilidades negativas es permanente o transitorio. Permite asimismo

---

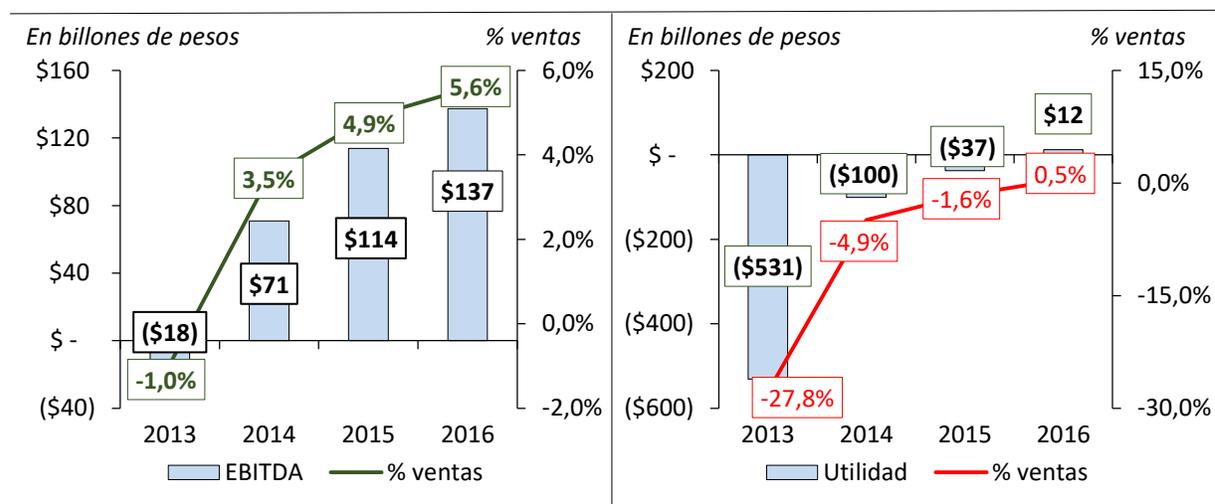
<sup>16</sup> Valor estimado según datos de Capital IQ

identificar si la empresa está haciendo los esfuerzos mejorar sus utilidades. En dicha presentación corporativa - en lo que el Árbitro omite considerar - se puede observar que:

- i. los ingresos aumentan,
- ii. las ventas por metro cuadrado también, y
- iii. los gastos operacionales aumentan, pero en menor magnitud.

Lo anterior permite que el resultado neto después de llegar a -\$531 billones de pesos en 2013, se reduce a -\$100 billones de pesos en 2014 y a -\$37 billones de pesos en 2015. Ciertamente esa no es la evolución de los resultados de una empresa con perspectivas negativas. Los resultados se presentan en la figura 2.

**Figura 2: EBITDA (izquierda), utilidades (derecha) y respectivos porcentajes sobre ingreso**



Elaboración propia. Fuente: Estados financieros de SMU

El año 2013 fue un año particularmente negativo en materia de pérdidas debido al reconocimiento contable de un efecto no recurrente asociado a la contabilización de los contratos de arriendos de locales, los que se redujeron significativamente en los años siguientes. Sus márgenes operacionales mejoraron, y aunque aún persistieron las pérdidas hasta fines de 2016, el EBITDA ha sido positivo desde 2014 y los márgenes han estado mejorando.

**Hubiese sido apropiado que el Árbitro hubiera revisado toda la información, o al menos se hubiera apoyado en un informe técnico, más que en unos pocos recortes de diarios de fechas irrelevantes y una lectura parcial de una presentación corporativa y memorias, a la hora de determinar las perspectivas futuras de una compañía.**

Por otro lado, mirar las Memorias Corporativas 2011-2015 sólo para constatar que las utilidades eran negativas, en nada cambia lo señalado, ya que se trata de un análisis parcial, sesgado y sin rigor técnico. Esto queda en evidencia en el juicio que el Árbitro hace respecto de la presentación corporativa de 2016 al enfocarse sólo en el signo de las utilidades y desatender todo lo demás, incluido su tendencia.

Más aún, como mencionamos anteriormente esta es una inversión en un Fondo de Capital de Privado, realizada por inversionistas calificados, y no una inversión en una acción cualquiera del mercado de valores. Esto implica que el éxito de la misma requiere que se vayan cumpliendo requerimientos estratégicos, operacionales y de inversión. Por lo tanto, **en un análisis económico/financiero riguroso es esencial mirar las memorias y como se ha ido mejorando en aspectos operacionales y financiero.** En la Sentencia está ausente un análisis de esta naturaleza.

**En resumen, carece de valor desde el punto de vista técnico la conclusión a la que arriba el Árbitro, ya que basa su opinión en antecedentes irrelevantes desde el punto de vista financiero y económico para determinar las perspectivas y el valor que le daba el mercado a SMU durante el Período Relevante.**

#### **IV.2.- Determinación del precio de mercado de una acción**

Conceptualmente, de acuerdo a la teoría de finanzas, en su rama de precios de activos, el precio de un activo financiero está basado en las perspectivas futuras del subyacente<sup>17</sup>. En teoría, el precio de las acciones debiera ser el valor presente de las utilidades futuras de la compañía. Análogamente, el precio de un bono debiera estar relacionado a las perspectivas futuras del pago de los cupones.

Por lo tanto, toda la información pública y relevante para evaluar las acciones de SMU en el Período Relevante, debiera estar contenida en los precios de ese mismo período, por lo que noticias de años anteriores sólo sirven para contar la historia de cómo se llegó a las valoraciones de finales de 2014 y 2015, y en esa dimensión podrían ayudar a entender las valoraciones en un momento dado. Pero la percepción de mercado se encuentra en los precios, y estos precios se basan en las perspectivas futuras de una compañía.

Los precios de las acciones no debieran proyectarse mirando al pasado. Por ello, el análisis debe mirar desde el presente hacia el futuro e incluso más allá de 2014-2015, en cambio, la Sentencia opta por mirar el año 2013 o más atrás, antes que tuviera lugar las Inscripciones que otorgaron a Corniglia la opción de realizar una colocación secundaria en bolsa lo que no tiene sentido, pues no entrega información para la valorización de su paquete accionario.

**Dado lo anterior, es incorrecto desde un punto de vista técnico, evaluar el precio de una acción en un momento del tiempo, sólo mirando hacia el pasado según información histórica a la fecha.**

---

<sup>17</sup> Ver Bodie et al. (2011).

#### **IV.3.- Información pública disponible para determinar el precio de las acciones de SMU para el Período Relevante**

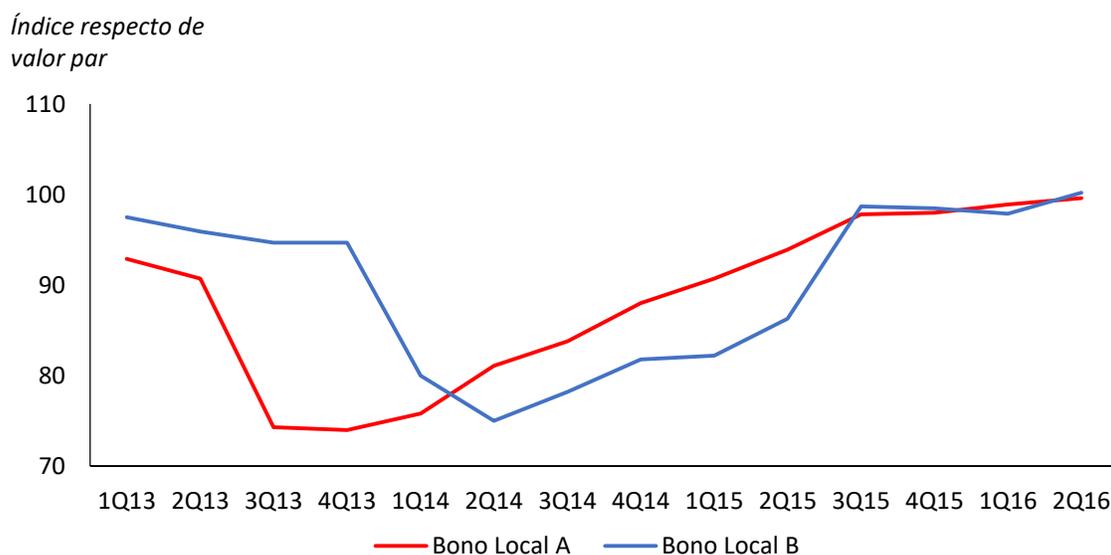
Como se señaló, los analistas miran la situación actual y eventos recientes para deducir las tendencias, como por ejemplo si los ajustes de una empresa en dificultades están dando resultados. Pero ese análisis debiera estar internalizado en los precios de mercado.

- i. Una primera evidencia que se puede observar en la figura 3 son los **precios de los bonos de SMU**.

Efectivamente SMU atravesó momentos de incertidumbre, y los precios de los bonos sufrieron una corrección entre 2013 y comienzos de 2014, pero a partir de esa fecha, los precios de los bonos comenzaron a recuperarse de manera sostenida hasta que en enero de 2017, sobrepasaron su valor par y sobre lo cual se han estado transando hasta la fecha. Ciertamente las posibilidades de algún evento de no pago se fueron disipando, y con eso, desde mediados de 2014, fue mejorando la percepción de mercado sobre la compañía.

Si la visión de la empresa era positiva o negativa no es algo que se pueda definir con precisión, pero, a la luz de la evolución de los precios de los bonos, la visión de mercado respecto de SMU iba ciertamente mejorando, **existiendo interés en adquirir los instrumentos públicos emitidos por la compañía, tal como lo demuestra la evolución positiva de los precios.**

**Figura 3: Evolución Precio Bonos SMU**



Elaboración propia, Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

- ii. Otra evidencia útil para este análisis es el análisis de las **perspectivas emitidas por las agencias clasificadoras de riesgo**.

Durante el año 2013, y consistente con el debilitamiento de la posición financiera y resultados de SMU, la clasificación de riesgo según tres clasificadoras se vio rebajada (*downgraded*). A

finis de 2014 dos de las clasificadoras que habían rebajado su clasificación la suben. Feller Rate hace un nuevo *downgrade*, y S&P hace su primera rebaja de clasificación. En 2015 cuatro de las clasificadoras mejoran la clasificación de riesgo de SMU, y dos de ellas continúan con mejoras iniciadas en 2014.

Con todo, la evidencia muestra que el año 2013 fue un año financieramente complejo para SMU, algo que en parte se mantiene los tres primeros trimestres del 2014 y comienzan a mejorar a partir del cuarto trimestre de 2014, para continuar en esta trayectoria positiva consistentemente durante el 2015.

Es decir, durante el Período Relevante, las percepciones de las clasificadoras de riesgo mejoraron y la tendencia sostenida era evidentemente al alza.

<b>Cuadro 4: Clasificación de Riesgo SMU al final de cada año y trimestre en que ocurre el último cambio</b>								
	Última		Última		Última		Última	
	Dic-13	Act.	Dic-14	Act.	Dic-15	Act.	Dic-16	Act.
<b>ICR</b>	B (obs)	3Q	B (est.)	4Q	B+	3Q	BB	4Q
<b>Feller Rate</b>	B	4Q	B-	3Q	B+	4Q	BB-	3Q
<b>Humphreys</b>	B (obs)	4Q	B (est)	4Q	B (fav)	4Q	B+	4Q
<b>Moody's</b>	-		Caa2 (-)	3Q	Caa1	2Q	B-	4Q
<b>S&amp;P</b>	CCC+	3Q	CCC-	3Q	CCC-	3Q	CCC+ (+)	2Q

*Elaboración propia. Fuente: Agencias de rating, RiskAmerica.*

*Nota: Celda roja indica reducción de clasificación de riesgo. Celda verde mejora en clasificación de riesgo. Color blanco mantención de clasificación.*

**En resumen, no está debidamente acreditado que fuese un hecho público y notorio que el mercado observara de manera negativa a la compañía. Por el contrario, la información pública otorgada por los precios de los bonos de la compañía y por las clasificadoras de riesgo, permite concluir lo opuesto.**

#### V. Desde una perspectiva financiera-económica, ¿cómo se entiende la Cláusula 4?

En el marco del análisis realizado respecto de la validez de las conclusiones contenidas en la Sentencia, se nos pidió expresamente analizar desde una perspectiva económica-financiera la Cláusula.

A la luz de la teoría económica de contratos<sup>18</sup>, **en nuestra opinión, resulta inverosímil pensar que una cláusula redactada por partes expertas haya omitido condiciones esenciales para una colocación primaria, si este era su objetivo.** Por el contrario, el Pacto regula claramente la inscripción de las acciones, a fin de posibilitar que cualquier accionista pudiera efectuar una colocación secundaria de las mismas, si así lo estimare conveniente para sus intereses.

Por un lado, **el Pacto, al fijar la condición de la PUT, no distingue según el tipo de colocación.** Como explicamos en la sección II del presente informe, difícilmente una cláusula de un contrato que busca dar liquidez a sus accionistas podría haber exigido una colocación primaria de acciones, pues la naturaleza de ésta responde a necesidades de capital de la sociedad. En consecuencia, resulta más funcional al objetivo de liquidez, asociarla a una colocación secundaria, que obviamente depende de la voluntad del accionista interesado.

La argumentación del Árbitro se basa en que la apertura en bolsa no había ocurrido. Sin embargo y tal como discutimos, la apertura primaria no asegura liquidez y depende de la sociedad (SMU en este caso), mientras que la secundaria debiera haber sido realizada por algún inversionista, Corniglia en este caso, sin que haya prueba alguna que permita establecer que tuvo la voluntad de hacerlo y no pudo. Por lo anterior, desde un punto de vista técnico, la Cláusula buscaba otorgar potencial de liquidez a las Partes.

Por otro lado, tal como lo indica la teoría económica de los contratos, existen múltiples aspectos que no son posibles de prevenir e incorporar en un contrato, de ahí que éstos sean necesariamente incompletos. Sin embargo, por lo general, todos aquellos aspectos que puedan ser verificados y escritos en el contrato, **deberán estar incluidos en el mismo.**

Es por ello que, usualmente, los contratos que contemplan la colocación primaria de acciones definen un conjunto de criterios, como son:

- i. Razones o ratios financieros y/u operacionales mínimos.
- ii. Participación en el libro de órdenes por tipo de inversionistas (i.e., institucional, inversionistas calificados, personas naturales, etc.).
- iii. Número mínimo de inversionistas y de órdenes de compra.
- iv. Mecanismo de selección de asesores.

---

<sup>18</sup> Bolton y Dewatripont (2004) y Laffont y Martimort (2002). Cuando hay información completa, el contrato óptimo se hace sobre todas las variables verificables.

- v. Participación de los accionistas en el libro de órdenes de compra.
- vi. Definición de la bolsa de valores para realizar la colocación (i.e., Santiago, Electrónica, Valparaíso).

Asimismo, es necesario insistir en que las colocaciones secundarias son facultativas del dueño de la acción, de modo que será éste quien libremente determinará las condiciones de su oferta.

Nada se dice en el Pacto, a propósito de la PUT o de los “criterios de operación”, respecto a una colocación primaria, de porcentaje mínimo de acciones a colocar, de características de los inversionistas (institucionales, personas, etc.), de liquidez, profundidad del mercado, porcentaje mínimos de acciones a colocar, etc. Por el contrario, **el pacto regula un sólo hecho objetivo, la inscripción en la SVS y una bolsa de valores**, registro que permitía que, cualquiera de los socios, pudiera vender su participación mediante una colocación secundaria, **si así lo estimare conveniente para sus intereses**.

No resulta plausible a la luz de la teoría económica de los contratos, que un Pacto con una cláusula tan simple, elaborada por partes expertas en la materia, haya omitido o dejado fuera elementos esenciales de una colocación primaria, si es que existía interés en establecer condiciones a una colocación de dicha naturaleza por parte de la compañía. No resulta racional suponer que esta omisión se debe a un mero error o impericia de los redactores del Pacto. Por el contrario, **si nada se dijo, es precisamente porque nada más que el hecho objetivo – la inscripción – se pactó entre las partes**.

Dado lo anterior, **no es consistente que partes expertas hayan omitido condiciones esenciales para regular una colocación primaria si este hubiera sido su objetivo, por lo que en base a la teoría económica es posible concluir que lo regulado fue más bien la inscripción de acciones para permitir una colocación secundaria a sus accionistas**.

## Referencias

- Amihud, T., H. Mendelson y L. Pedersen (1995), “Liquidity and Asset Prices”, *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1, No. 4, pp. 269-384.
- Bodie, Z. A. Kane y A. Marcus (2011), *Investments*, McGraw-Hill.
- Bodie, Z. y R. Merton (2000), *Finance*, Pearson Education.
- Bolton, P. y M. Dewatripont (2004), *Contract Theory*, MIT Press.
- BCG (2017), “The Comeback Kids. Lessons from Successful Turnarounds”, *Boston Consulting Group*, noviembre 2017.
- Cochrane, J., (2004), “Asset Pricing: Liquidity, Trading, and Asset Prices,” *NBER Reporter*, winter 2004/5.
- Cochrane, J. (2005), *Asset Pricing*, Revised Edition, Princeton University Press.
- Davis, S., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J., (2014), “Private Equity, Jobs, and Productivity”. *American Economic Review*, 104, 3956–3990.
- De Gregorio, J. (2007), *Macroeconomía. Teoría y Políticas*. Pearson-Prentice Hall.
- Emery. D., J. Finnerty y J. Stowe (2004), *Corporate Financial Management*, Prentice Hall.
- Gompers, P, Kaplan, S, and Murkarlyamic, V. (2015). “What Do Private Equity Firms Say They Do?”, *Harvard Business School*, Working Paper 15-081.
- IMF (2015), “Corporate Leverage in Emerging Markets - A Concern?”, en *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets*, International Monetary Fund, pp. 83-112.
- Laffont, J. y D. Martimort (2002), “The Theory of Incentives. The Principal-Agent Model”, *Princeton University Press*.
- Shin, H.S. (2014), “The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies”, *Volatile Capital Flows in Korea*, Springer, pp. 247-257.

# CURRICULUM VITAE

**José De Gregorio**

## **Dirección Oficina**

Departamento de Economía  
Facultad de Economía y Negocios  
Universidad de Chile  
Diagonal Paraguay 257, of. 1506  
Santiago, Chile  
Teléfono: (562) 9772045  
Fax: (562) 9783413  
e-mail: [jdegregorio@fen.uchile.cl](mailto:jdegregorio@fen.uchile.cl)

## **Cargo Actual**

Profesor Titular, Departamento de Economía, Universidad de Chile.  
Nonresident senior fellow Peterson Institute of International Economics.

## **Educación**

Doctor en Economía (Ph. D.), Massachusetts Institute of Technology, mayo 1990.  
Magíster en Ingeniería Industrial, Mención Economía, Universidad de Chile, marzo 1984.  
Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Chile, marzo 1984.  
Bachiller en Ciencias de la Ingeniería, Universidad de Chile, marzo 1984.

## **Experiencia Laboral**

2007-2011   Presidente, Banco Central de Chile.  
2003-2007   Vicepresidente, Banco Central de Chile.  
2001-2003   Consejero, Banco Central de Chile.  
2000-2001   Ministro de Economía, Minería y Energía.  
2000         Profesor Titular Centro de Economía Aplicada, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile, Santiago, Chile.  
1997-1999   Profesor Asociado, Centro de Economía Aplicada, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile.  
1994-1997   Economista Jefe y Director de Política Económica, Ministerio de Hacienda, Chile. Además, Miembro del Comité Económico del Ministerio y del Comité de Mercados de Capitales.  
1990-1994   Economista, Fondo Monetario Internacional (FMI).  
1984-1986   Investigador Asistente, CIEPLAN.  
1983         Investigador memorista, CIEPLAN.

## Otras Actividades Profesionales

- 2015-2014- Socio y presidente VolcomCapital Servicios Financieros.  
Presidente, Comité de Inversiones, Fondos Soberanos, Ministerio de Hacienda, Chile.
- 2014 Consultant IADB
- 2013- Miembro del directorio de Euroamerica S.A.
- 2013- Miembro del MIT Sloan Latin America Advisory Council.
- 2012- Miembro del directorio de CSAV S.A., e Intervial-Ruta del Maipo S.A.
- 2012- Miembro del Comité Ejecutivo de LACEA, Latin American and Caribbean Economic Association.
- 2012- Miembro de el Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution.
- 2009- Miembro Group of Trustees of the Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring, Institute of International Finance.
- 2013 Visiting Fellow, Peterson Institute of International Economics (January February).
- 2012-2016 Miembro del directorio, Andina S.A.
- 2012 Visiting scholar IMF, Research Department (January-February).
- 2011 Co-Chairman Grupo Latinoamericano Consultivo Regional del FSB (Financial Stability Board)
- 2007-2011 Gobernador, Fondo Monetario Internacional.
- 2010-2011 Presidente del Consejo Consultivo para las Américas (CCA) del Banco de Pagos Internacionales.
- 2010-2011 Miembro del Comité Financiero y Monetario internacional (IMFC) del Fondo Monetario Internacional.
- 2003-2007 Vicegobernador, Fondo Monetario Internacional.
- 2007 Presidente MIT-alumni club, Chile.
- 2006 Presidente, Club Monetario, Universidad Finis Terrae, Chile.
- 2000-2003 Miembro del Comité Ejecutivo de LACEA, Latin American and Caribbean Economic Association, 2000-2003.
- 1999-2002 Editor Asociado, Economía, Revista de LACEA
- 2000-2001 Presidente de Directorios de las siguientes empresas estatales mineras y petroleras: CODELCO, ENAMI, ENAP, además de CORFO y COCHILCO (Comisión Nacional del Cobre).
- 2000 Profesor Visitante, Anderson School of Business and Management, UCLA.
- 1998-2000 Director de Estudios de Postgrado en el Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile.
- 1998-2000 Miembro del Directorio Ejecutivo del “Programa Doctoral Latinoamericano en Economía”, realizado en conjunto con ITAM (Instituto Tecnológico Autónomo de México), Universidad de Chile y Universidad Torcuato di Tella.
- 1996-2000 Miembro del Directorio de la Empresa de Ferrocarriles del Estado EFE.
- 1999 Co-Chairman del Comité Organizador de las reuniones LACEA para el año 1999.
- 1998-1999 Investigador visitante del Fondo Monetario Internacional (FMI).
- 1996-1999 Editor Asociado, *Cuadernos de Economía*.
- 1995-1996 Investigador visitante y Consultor del Banco Mundial.
- 1990 Investigador visitante, Banco Mundial, Washington D.C.
- 1989 Consultor del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

- 1988 Investigador Asociado, CIEPLAN, Santiago, Chile.  
 1987 Trabajo de verano, Banco Mundial, Washington D.C.

### **Honores, Becas y Premios**

- 2017 Conferencia Inaugural, “Conference On Global Environment And Policy Challenges In Emerging Markets”, Banco Central de Turquía.  
 2107 Clase Magistral, Universidad Autónoma del Estado de México, 40 Aniversario Facultad de Economía.  
 2015 Keynote speech, XX Reunión Anual de Investigadores del Continente Americano.  
 2015 Keynote address, 2015 SEACEN Policy Summit, Macroprudential Policies: Practical Implementation, Kuala Lumpur, Malaysia.  
 2014 Keynote lecture, 2nd Annual Conference of the Bilateral Assistance and Capacity Building for Central Banks, Financial Sector Development, Graduate Institute of International and Development Studies, Geneva, Switzerland.  
 2012 Clase magistral inaugural de la “Sunrise Foundation Lecture,” Peterson Institute of International Economics.  
 2012 Premio “Al Ingeniero por Acciones Distinguidas,” Insitituto de Ingenieros de Chile.  
 2011 Economista de año, diario El Mercurio.  
 2011 Premio Club Monetario Universidad Finis Terrae 2011, premio inaugural.  
 2011 Premio personaje del año, Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería de Chile.  
 2011 Inauguración Año Académico de la Facultad de Economía y Empresas, Universidad Diego Portales.  
 2010 Presentación Magistral, Changing Roles of Central Banks, Bank of Korea International Conference.  
 2009 Premio a “El Mejor Presidente de Banco Central de América Latina 2009”, revista británica *Emerging Markets*, Estambul.  
 2009 Inauguración Año Académico de la Escuela de Postgrado de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, Santiago, “Crisis de Confianza Global: El Valor de Esperar y las Fallas de Coordinación Una Vez Más”.  
 2009 Inauguración Año Académico del “Master of Science in Finance”, Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago.  
 2008 Premio “Líderes del Bicentenario” entregado por Jóvenes Líderes en conjunto con la Facultad de Economía y Negocios de la UNAB y el Diario La Segunda. .  
 2008 Premio al “Mejor Presidente de Banco Central de América Latina 2008”, Revista británica *The Banker*, Londres.  
 2008 Presentación Magistral, 10th Geneva Conference on the World Economy, “The Great Moderation and the Risk of Inflation: A View from Developing Countries”.  
 2007 Premio al “Ingeniero Industrial Destacado” entregado por la Corporación de Ingenieros Civiles Industriales (ICI), Universidad de Chile.  
 2006 Inauguración Año Académico, Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, Santiago, “El Rol del Banco Central en Nuestra Economía”.

- 2006 Inauguración Año Académico Universidad de Los Lagos, Puerto Montt, “Política Monetaria en Chile”.
- 2005 Conferencia invitada en honor a Rudiger Dornbusch en la 10a. Reunión Anual de LACEA, Paris.
- 2004 Premio al Mejor Profesor de Jornada Parcial, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile.
- 2003 Presentación Magistral, Inter American Seminar on Economics, NBER-CEA, Santiago, Chile, noviembre.
- 2002 Conferencia Invitada, 13th International World Congress of the International Economic Association.
- 2002 Clase Magistral, The Forum Public Policy Lecture, UCLA.
- 1999 Beca de Investigación, FONDECYT 1999-2000.
- 1998 Beca de Investigación, FONDECYT 1998.
- 1997 Premio al mejor Profesor de Jornada Parcial, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile.
- 1996 Beca de Investigación, FONDECYT 1996-1997.
- 1989 Premio NBER de apoyo a la disertación.
- 1986-1988 Becas MIT y Fundación Ford.
- 1984 Premio “Marcos Orrego Puelma”, entregado al mejor alumno graduado del año entre todas las Especialidades de Ingeniería Civil de la Universidad de Chile.
- 1983 Beca CIEPLAN.

### **Publicaciones y Documentos de Trabajo**

#### 1. LIBROS

*How Latin American Weathered the Global Financial Crisis*, Peterson Institute of International Economics, 2014.

*Macroeconomía. Teoría y Políticas*, Pearson Educación, Prentice-Hall, 2007.

*An Independent and Accountable IMF*, co-autores: Barry Eichengreen, Takatoshi Ito, y Charles Wyplosz, CEPR Press, 1999.

#### 2. PUBLICACIONES

“Latin America: From Recovery to Slowdown,” *World Economics*, Vol. 16, N.4, December 2015.

“Understanding Differences in Growth Performance in Latin America and Developing Countries between the Asian and the Global Financial Crises,” co-autor: Roberto Alvarez, *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 3, pp. 600–633, November 2014.

“Capital Flows and Capital Account Management”, en George Akerlof, Olivier Blanchard, David Romer and Joseph Stiglitz (eds.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, Cambridge: MIT Press, pp. 271-288, 2014.

“Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies,” en Stijn Claessens, Ayhan Kose, Luc Laeven y Fabian Valencia (eds.) *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, Washington DC: International Monetary Fund, pp. 173-192, 2014.

“Commodity Prices, Monetary Policy, and Inflation,” *IMF Economic Review*, Vol. 60, No. 3, pp. 600–633, Diciembre 2012.

“Price and Financial Stability in Modern Central Banking,” *Economía*, Vol 13, N° 1, pp. 1-11, Otoño 2012.

“Los Flujos de Capital y la Interacción Entre la Política Macropprudencial y la Política Monetaria,” *Economía Chilena*, Vol. 15, N° 1, pp. 90-95, April 2012.

“Copper, the Real Exchange Rate and Macroeconomic Fluctuations in Chile”, co-autor: Felipe Labbé, en Arezki, R., T. Gylfason y A. Sy (eds.), *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources*, Washington D.C.: International Monetary Fund, 2011.

“Adjustment in the Global Economy”, *World Economics*, Volume 12, Number 3, pp. 153–162, 2011.

“La Economía Mundial, las Tensiones Cambiarias y la Política Monetaria Reciente en Chile”, *Estudios Públicos*, No. 123, pp. 69-94, Invierno 2011.

“Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes”, en C. Giraldo y C. Díaz (eds.) *Mecanismos de Blindaje Financiero, Fondos Regionales y Otros Esquemas Sustitutos o Complementarios*, Papers and Proceedings FLAR Annual Conference, FLAR, marzo 2011 (Versión en inglés: Economic Policy Paper N° 40, Central Bank of Chile)

“Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective”, *International Finance*, Vol. 13, N° 1, pp. 141-156, primavera 2010.

“A veinte Años de la Autonomía del Banco Central de Chile”, *Economía Chilena*, Vol. 12, N° 3, pp. 5-10, diciembre 2009.

“La Macroeconomía, los Economistas y la Crisis”, *Cuadernos de Economía, Latin American Journal of Economics*, Vol. 46, N0 134, pp. 149-159, noviembre 2009. Versión en inglés: “Macroeconomics, Economists and the Crisis”, Documento de Política Económica N° 33, Banco Central de Chile, octubre 2009.

“Chile: Foreign Shocks and Policy Responses”, *World Economics*, Vol. 10, N. 4, pp. 5-24, 2009.

“Implementation of Inflation Targets in Emerging Markets”, en G. Hammond, R. Kanbur y E. Prasad (eds.), *Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2009.

“Chile frente a la Recesión Mundial del 2009”, *Estudios Públicos*, N° 113, pp. 5-26, verano 2009. Versión en inglés: “Chile and the Global Recession of 2009”, Documento de Política Económica N° 30, Banco Central de Chile, marzo 2009.

“Monetary Policy and Commodity Prices in Turbulent Times 2008”, en Katuri Nagaswara Rao (ed.), *Global Financial Markets: Managing Turbulence*, The Icafa University Press, enero 2009.

“Economic Growth in Latin America: From the Disappointment of the Twentieth Century to the Challenges of the Twenty-first”, en S. Mainwaring y T. Scully (eds.), *Democratic Governance in Latin America*, Stanford University Press, 2010. Versión en español: “El Crecimiento Económico de la América Latina: Del Desencanto del Siglo XX a los Desafíos del XXI”, *El Trimestre Económico*, Vol. LXXV (1), N° 297, pp. 5-48, enero-marzo 2008.

“Financial Diversification, Sudden Stops and Sudden Starts”, co-autores: K. Cowan, A. Micco, y C. Neilson, en Cowan, K., S. Edwards y R. Valdes (eds.), *Current Account and External Finance*, Banco Central de Chile, 2008. Versión en español: “Diversificación Financiera e Interrupción Repentina del Flujo de Capitales”, *Economía Chilena*, Vol. 10, N° 3, pp. 45-65, diciembre 2007.

“La Gran Moderación y el Riesgo Inflacionario: Una Mirada desde las Economías Emergentes”, *Estudios Públicos*, N° 110, pp. 5-20, otoño 2008. Versión en inglés: “The Great Moderation and the Risk of Inflation – A View for Developing Countries”, Documento de Política Económica N° 24, Banco Central de Chile, mayo 2008.

“The ‘Great Moderation’ and the Monetary Transmission Mechanism in Chile”, co-autores: C. Betancour y J. P. Medina, *BIS Papers* N° 35, pp. 159-178, enero 2008.

“Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation”, co-autores: O. Landerretche y C. Neilson, *Economía*, Vol 7, N° 2, pp. 155-196, primavera 2007.

“International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile”, co-autor: K. Cowan, en S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, NBER y The University of Chicago Press, 2007.

“Esquema de Metas de Inflación en Economías Emergentes”, en Banco Central de la República Argentina, *Política Monetaria y Estabilidad Financiera*, Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, 2007.

“Bonanza del Cobre: Impacto Macroeconómico y Desafíos de Política”, *Estudios Públicos* N° 103, pp. 17-42, invierno 2006.

“Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo”, *Economía Chilena*, Vol. 9, N° 2, pp. 5-13, agosto 2006.

“Improving the Banking System: the Chilean Experience”, co-autores: C. Betancour y A. Jara, *BIS Papers* N° 28, pp. 163-80, agosto 2006.

“The Relative Richness of the Poor? Natural Resources, Human Capital and Economic Growth”, co-author: C. Bravo-Ortega, en D. Lederman y W. Maloney (eds.), *Neither Curse Nor Destiny: Natural Resources and Development*, Stanford University Press, 2006.

“Crecimiento Sostenido en América Latina”, *Boletín*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Vol. LI, N° 4, pp. 163-170, octubre-diciembre 2005. Versión en inglés, “Sustained Growth in Latin America”, Documento de Política Económica N° 13, Banco Central de Chile, mayo 2005.

“Overcoming Fear of Floating: Exchange Rate Policies in Chile”, co-autora: Andrea Tokman, en N. Batini (ed.), *Monetary Policy in Emerging Markets and Other Developing Countries*, New York: Nova Science Publishers Inc., 2007. Versión en español: “El Miedo a Flotar y la Política Cambiaria en Chile”, *Economía Chilena*, Vol. 8, N° 3, pp. 29-54, diciembre 2005.

“Flexible Exchange Rate Regime and Forex Intervention”, co-autora: Andrea Tokman, *BIS Papers* N° 24, pp. 127-138, 2005.

“The Role of Foreign Direct Investment and Natural Resources in Economic Development”, en E. Graham (ed.) *Multinationals and Foreign Investment in Economic Development*, cap. 9, IEA Conference Volume N° 141, Palgrave McMillan, 2005.

“Economic Growth in Latin America: Sources and Performance”, en E. Fernández-Arias, R. Manuelli y J. Blyde (eds.), *Sources of Growth in Latin America*, Part III, Background Thematic Papers, CD-ROM, IADB, 2005.

“Crecimiento Económico en Chile: Evidencia, Fuentes y Perspectivas”, *Estudios Públicos* N° 98, Otoño 2005. Versión en inglés: “Economic Growth in Chile: Evidence, Sources and Prospects”, Documento de Trabajo N° 298, Banco Central de Chile, diciembre 2004.

“Growth and Adjustment in East Asia and Latin America”, co-autor: Jong-Wha Lee, *Economía*, Vol. 5, N° 1, pp. 69-134, otoño 2004.

“Mucho Dinero y Poca Inflación: Chile y la Evidencia Internacional”, *Cuadernos de Economía*, Vol. 40, N° 121, pp. 716-724, 2003.

“Dinero e Inflación: ¿En qué Estamos?”, *Economía Chilena*, Vol. 6, N° 1, pp. 5-19, abril 2003.

“Manejo Macroeconómico en Economías Emergentes y el Sistema Financiero Internacional”, *Estudios Públicos* N° 88, Primavera 2002. Versión en inglés: “Macroeconomic Management in Emerging Economies and the Internacional Financial Architecture”, Documento de Trabajo N° 163, Banco Central de Chile, junio 2002.

“Education and Income Inequality: New Evidence From Cross-Country Data”, co-autor Jong-Wha Lee, *Review of Income and Wealth*, Vol. 48, N° 3, pp. 395-416, 2002.

“Credit Information and Market Performance: The Case of Chile”, co-autor: K. Cowan, en M. Miller (ed), *Credit Reporting Systems and International Economy*, MIT Press, pp. 163-201, 2003.

“Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila and Asian Flu Crises”, co-autor: R. Valdés, *The World Bank Economic Review*, Vol. 15, N° 2, pp. 289-314, también en S. Claessens y K. Forbes (eds.), *International Financial Contagion*, Kluwer Academic Publishers, pp. 99-127, 2001.

“Something for Everyone: Chilean Exchange Rate Policy since 1960”, en J. Frieden y E. Stein (eds.) *The Currency Game. Exchange Rate Policies in Latin America*, IDB y John Hopkins University Press, 2001.

“Liberalización Comercial, Empleo y Desigualdad en Chile”, co-autores: D. Bravo, D. Contreras, T. Rau y S. Urzúa, en E. Ganuza, R. Paes de Barros, L. Taylor y R. Vos (eds.), *Liberalización, Desigualdad y Pobreza: América Latina y el Caribe en los 90*, Eudeba, PNUD y CEPAL, 2001. Versión en inglés: “Chile: Trade Liberalization Employment and Inequality”, en R. Vos, L. Taylor, R. Paes de Barros (eds.), *Economic Liberalization, Distribution and Poverty: Latin America in the 1990s*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002.

“Controls on Capital Inflows: Do They Work?”, co-autores: S. Edwards y R. Valdés, *Journal of Development Economics*, Vol. 63, N° 1, pp. 59-83, octubre 2000.

“Credit Markets with Differences in Abilities: Education, Distribution, and Growth”, co- autor: Se-Jik Kim, *International Economic Review*, Vol. 41, N° 3, pp. 579-607, 2000.

“Propuesta para Reformar el FMI”, co-autores: B. Eichengreen, T. Ito y C. Wyplosz, *Estudios Públicos* N° 77, pp. 5-35, verano 2000.

“Distribution and Poverty in Chile: Have we Gained or Lost Ground?”, co-autor: Kevin Cowan, en A. Solimano, E. Aninat, y N. Birdsall (eds.), *Distributive Justice and Economic Development: the Case of Chile and Developing Countries*, University of Michigan Press, 2000. Versión en español: “Distribución y Pobreza en Chile: ¿Estamos mal? ¿Ha habido progresos? ¿Hemos retrocedido?” *Estudios Públicos* N° 64, pp. 27-56, primavera 1996.

“Financial Integration, Financial Development and Economic Growth”, *Estudios de Economía*, Vol. 26, N° 2, pp. 137-161, diciembre 1999.

“Chile”, co-autores: Y. Baytelman, K. Cowan y P. González, en E. Ganuza, A. León y P. Sauma (eds.) *Gasto Público en Servicios Sociales básicos en América Latina y el Caribe: Análisis desde la perspectiva de la iniciativa 20/20*, ECLAC, 1999.

“El IPC y Costo de la Vida”, co-autor: C. Huneeus, *Estadística y Economía*, Instituto Nacional de Estadísticas - Chile, pp. 77-96, primer semestre 1999.

“Sobre los Determinantes de la Inflación y sus Costos”, *Economía Chilena*, Vol. 2, N° 1, pp. 23-42, abril 1999.

“How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?”, co-autores: E. Borenzstein y J. W. Lee, *Journal of International Economics*, Vol. 45, N° 1, pp. 115-135, junio 1998.

“Pobreza y Políticas Macroeconómicas: Chile 1987-1994”, co-autores: G. Anriquez y K. Cowan, en Ganuza, E., L. Taylor y S. Morley (eds.) *Políticas Macroeconómicas y Pobreza en América Latina y el Caribe*, Madrid: Mundi-Prensa, publicado por UNDP, 1998. Versión en inglés: “Poverty and Macroeconomic Policies: Chile 1987-1994” Documento de Trabajo N°27, Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile, enero 1998

“Déficit en la Cuenta Corriente ¿Estamos Frente a un Problema?”, *Estudios Públicos* N° 72, pp. 219-234, primavera 1998.

“Inflation Stabilization and the Consumption of Durable Goods”, co-autores: P. Guidotti y C. Végh, *Economic Journal*, Vol. 108, N° 446, pp. 105-131, enero 1998.

“Equidad, Distribución y Desarrollo Integrador”, co-autor: Oscar Landerretche, en Córdazar, R. y J. Vial (eds.), *Construyendo Opciones*, pp. 151-189, CIEPLAN/ Dolmen Ediciones, enero 1998.

“Financial Markets and Inflation under Imperfect Information”, co-autor: F. Sturzenegger, *Journal of Development Economics*, Vol. 54, N° 1, pp. 149-168, octubre 1997.

“Propuesta de Flexibilización de las Comisiones de la AFP: Un Avance Para Corregir las Ineficiencias”, *Estudios Públicos* N° 68, pp. 97-110, primavera 1997.

“Crecimiento Potencial en Chile: Una Síntesis”, en F. Morandé y R. Vergara (eds.), *Análisis Empírico del Crecimiento en Chile*, Centro de Estudios Públicos, ILADES/Georgetown, 1997.

“Exchange Rate Policies and Capital Account Management: Chile in the 1990s”, co-autor: Kevin Cowan, en Glick, R. (ed.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, 1998.

“Financial Integration and Chile’s Macroeconomic Performance”, en G. von Furstenberg (ed.) *The Banking and Financial Structure in the Nafta Countries and Chile*, Editores Académicos Kluwer, 1997.

“Borrowing Constraints, Human Capital Accumulation, y Growth”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 37, N° 1, pp. 49-71, febrero 1996.

“Determinantes del Tipo de Cambio Real”, en F. Morandé y R. Vergara (eds.), *Análisis Empírico del Tipo de Cambio en Chile*, Centro de Estudios Públicos, ILADES/Georgetown, 1996.

“Sviluppo Economico e Piccole Banche: Un Confronto Internazionale”, (copia en Inglés: “Financial Development, Small Banking and Economic Growth: An International Perspective”) *Cooperazione di Credito* 152/3, pp. 199-220, abril-septiembre 1996.

“Policy Accommodation and Gradual Stabilizations”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, N° 3, pp. 727-741, agosto 1995.

“The Demand for Money in Developing Countries: Assessing the Role of Financial Innovation”, co-autores: P. Arrau, C. Reinhart y P. Wickham, *Journal of Development Economics*, Vol. 46, N° 2, pp. 317-340, abril 1995.

“Inflación, Crecimiento y los Bancos Centrales: Teoría y Evidencia”, en M. Aparacio y W. Easterly (eds.), *Crecimiento Económico, Teoría, Instituciones y Experiencia Internacional*, Banco Mundial y Banco de la República de Colombia, 1995. También en *Estudios Públicos* N° 62, pp. 29-76, otoño 1996. Versión en inglés: “Inflation, Growth and Central Banks: Theory and Evidence”, Policy Research Working Paper N°1575, World Bank, febrero 1996.

“Financial Factors in Education and Economic Growth”, en D. Turnham, C. Foy y G. Larraín (eds.) *Social Tensions, Job Creation and Economic Policy in Latin America*, OECD, París, 1995.

“Financial Development and Economic Growth”, co-autor: P. Guidotti, *World Development*, Vol. 23, N° 3, pp. 433-448, marzo 1995.

“Financial Opening and Capital Controls: The Experience of Spain”, en R. Dornbusch y Y.C. Park (eds.) *Financial Opening: Lessons for Korea*, Korea Institute of Finance y International Center for Economic Growth, 1995.

“International Evidence on Tradable and Nontradable Inflation”, co-autores: A. Giovannini y H. Wolf, *European Economic Review*, Vol. 38, N° 6, pp. 1225-1244, junio 1994.

“The Behavior of Nontradable-Goods Prices in Europe: Evidence and Interpretation”, co-autores: A. Giovannini y T. Krueger. *Review of International Economics*, Vol. 2, N° 3, pp. 284-305, octubre 1994. Versión en español: “El Comportamiento de los Precios de los Bienes no Comerciables en Europa: Evidencia e Interpretación” en *Moneda y Crédito* N° 196, 13-67, 1993.

“Inflation, Taxation, and Long-Run Growth”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, N° 3, pp. 271-298, junio 1993.

“Financial Innovation and Money Demand: Applications to Chile and Mexico”, co-autor: P. Arrau, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 75, N° 3, pp. 524-530, agosto 1993.

“Credit Markets and Stagnation in an Endogenous Growth Model”, *Revista de Análisis Económico*, publicación especial sobre el crecimiento económico, Vol. 8, N° 1, pp. 83-98, junio 1993.

“The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America”, *European Economic Review*, Vol. 36, N° 2-3, pp. 417-425, abril 1992.

“Notas Sobre Intermediación Financiera y Crecimiento Económico”, co-autor: P. Guidotti, *Cuadernos de Economía*, Vol. 29, N° 87, pp. 329-348, agosto 1992.

“Economic Growth in Latin America”, *Journal of Development Economics*, Vol. 39, N° 1, pp. 59-84, julio 1992.

“Welfare Costs of Inflation, Seigniorage and Financial Innovation”, *IMF Staff Papers* Vol. 38, N° 4, pp. 675-704, diciembre 1991.

“Indexación versus Credibilidad en un Programa de Estabilización: La Experiencia Chilena a Medios de los '70”, *Cuadernos de Economía*, Vol. 28, N° 83, pp. 189-199, abril 1991.

“Competencia Imperfecta y Políticas Comerciales”, *Revista de Análisis Económico*, Vol. 4, N° 2, pp. 19-50, noviembre 1989.

“Orígenes y Efectos del Endeudamiento Externo en Chile”, co-autor: R. Ffrench-Davis, *El Trimestre Económico* Vol. LIV (1), N° 213, pp. 159-178, enero-marzo 1987.

“La Renegociación de la Deuda Externa en Chile en 1985: Antecedentes y Comentarios”, co-autor: R. Ffrench-Davis, *Colección Estudios CIEPLAN* 17, septiembre 1985.

“Comportamiento de las Exportaciones e Importaciones en Chile. Un Estudio Econométrico”, *Colección Estudios CIEPLAN* 13, junio 1984.

### 3. COMENTARIOS

“Commentary: The Dog and the Fresbee,” en *The Changing Policy Landscape*, a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 2012.

“The Role of Central Banks: Lessons from the Crisis,” in Banque de France, International Symposium, *Regulation in the Face of Global Imbalances*, Marzo 2011

Revisión de libro, *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, by Howard Davies and David Green, en *World Economics*, Vol. 11, No.4, 2010.

Comentarios a E. A. Cavallo, “Output Volatility and Openness to Trade: A Reassessment”, *Journal of Latin American and Caribbean Economic Association* Vol. 9, N°1, otoño 2008.

Comentarios a P.-O. Gourinchas y H. Rey, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, en R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances*, NBER y The University of Chicago Press, 2007. También, “Global Imbalances and Exchange Rate Adjustment”, Documento de Política Económica N° 15, Banco Central de Chile, septiembre 2005.

Comentarios a B. Piedrabuena, “Fondo de Estabilización del Petróleo: Historia y Perspectivas”, en S. Arellano y S. Valdés (eds.), *La Industria de los Combustibles Líquidos*, Ediciones Universidad Católica de Chile, 2006.

Comentarios a P. Guidotti, F. Sturzenegger y A. Villar, “On the Consequences of Sudden Stops”, *Economía*, Vol. 4, N° 2, pp. 204-208, primavera 2004.

Comentarios a S. Edwards, “Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences”, en S. Edwards (ed.), *Capital Flows and the Emerging Economies*, National Bureau of Economic Research y The University of Chicago Press, 2000.

Comentarios a J-C. Berthélemy y A. Varoudakis, “Financial Development, Savings and Growth Convergence: A Panel Data Approach”, en R. Hausman y H. Reisen (eds.) *Promoting Savings in Latin America*, IDB-OECD, París, 1997.

Comentarios a E. Cardoso, R. Paes de Barros y A. Urani “Inflation and Unemployment as Determinants of Inequality in Brazil: The 1980s”, y a G. Bufman y L. Leiderman, “Israel’s Stabilization: Some Important Policy Lessons”, en R. Dornbusch y S. Edwards (eds.), *Reform, Recovery and Growth: Latin America and the Middle East*, The University of Chicago Press, 1995.

Comentarios a M. Marfán y B.P. Bosworth, “Saving, Investment and Economic”, en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, Brookings Institution, 1994.

Comentarios a R.B. Fernández, “What have Populists Learned from Hyperinflation”, en R. Dornbusch y S. Edwards (eds.), *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, National Bureau of Economic Research y The University of Chicago Press, 1991.

#### 4. DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

“Transantiago: Una Licitación que Abre Oportunidades”, co-autores Annie Duffey, Oscar Figueroa, Mariana Fulgueiras, Clemente Pérez y Violeta Rabi, Informe de Política Pública 11, Espacio Público, Enero 2017.

“For Latin America, Disappointment but not Doom,” in O. Blanchard and A. Posen (eds.), *Reality Check for the Global Economy*, PIIE Briefing 16-3, March 2016.

*Corporate Debt in Emerging Economies: A Threat to Financial Stability?*, The Brookings Institution and the Centre for International Governance Innovation, Committee on International Economic and Policy Reform, September 2015, Viral Acharya, Stephen G. Cecchetti, José De Gregorio, Şebnem Kalemli-Özcan, Philip R. Lane, and Ugo Panizza

“From Rapid Recovery to Slowdown: Why Recent Economic Growth in Latin America Has Been Slow,” Peterson Institute for International Economics Policy Brief, PB 15-6, April 2015.

“Propuestas para Revertir la Segregación Urbana en Nuestras Ciudades,” co-authors: Alejandro Aravena and Iván Poduje, Informe de Política Pública 02, Espacio Público, Octubre 2013.

*Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses*, Brookings and Alfred P. Sloan Foundation e- Book, September 2012, Committee on International Economic and Policy Reform, Markus Brunnermeier, Jose De Gregorio, Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Philip Lane, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andres Velasco, Beatrice Weder di Mauro and Yongding Yu.

“Reflexiones sobre los mandatos y políticas de los Bancos Centrales”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 84, N° 1001, pp. 7-11, julio 2011.

“Regulación Macropprudencial, Estabilidad Financiera y Flujos de Capitales”, Documentos de Política Económica N° 37, Banco Central de Chile, septiembre 2010. Versión en inglés disponible

“El Rol de los Bancos Centrales tras la Crisis Financiera“, Documento de Política Económica N° 36, Banco Central de Chile, junio 2010. Versión en inglés disponible.

“Enfrentando el Desafío de los Flujos de Capitales”, Documento de Política Económica N° 35, Banco Central de Chile, mayo 2010. Versión en inglés disponible.

“Tipo de Cambio, Ajuste Real y Política Monetaria”, Documento de Política Económica N° 34, Banco Central de Chile, agosto 2009. Versión en inglés disponible.

“Crisis de Confianza Global: El Valor de Esperar y las Fallas de Coordinación Una Vez Más”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 82, N° 976, pp. 7-15, junio 2009. Versión en inglés: “Global Confidence Crisis: The Value of Waiting and Coordination Failures Revisited”, Documento de Política Económica N° 31, Banco Central de Chile, junio 2009.

“La Política Monetaria y su Traspaso a las Tasas de Interés”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 82, N° 973, pp. 7-11, marzo 2009.

“Estabilidad de Precios y Estabilidad Financiera: Algunas reflexiones en la Actual Crisis Financiera Global”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 969, pp. 7-13, diciembre 2008. Versión en inglés: “Price Stability and Financial Stability: Some Thoughts on the Current Global Financial Crisis”, Documento de Política Económica N° 28, Banco Central de Chile, diciembre 2008.

“Introducción a la 12ª Conferencia Anual del Banco Central de Chile ‘Estabilidad Financiera, Política Monetaria y Banca Central’”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 969, pp. 15-17, noviembre 2008. Versión en inglés disponible.

“La Crisis Financiera Internacional y su Impacto sobre la Economía Chilena”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 91, N° 968, pp. 7-9, octubre 2008.

“Las Tensiones de la Economía Mundial”, Documento de Política Económica N° 27, Banco Central de Chile, octubre 2008. Versión en inglés: “The Tensions of the World Economy”, disponible.

“Transparencia y Comunicaciones en la Banca Central Moderna”, Documento de Política Económica N° 25, Banco Central de Chile, julio 2008. Versión en inglés: “Transparency and Communications in Modern Central Banking”, disponible.

“El Banco Central y la Estabilidad Financiera”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 964, pp. 7-12, junio 2008.

“El A+B+C de la Inflación”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 964, pp. 13-21, junio 2008.

“Desarrollos y Decisiones de Política Recientes en la Economía Chilena“, *Boletín Mensual* Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 962, pp. 7-9, abril 2008.

“La Evolución Reciente del Tipo de Cambio”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 962, pp. 11-17, abril 2008.

“El Ajuste en Chile al Precio del Cobre y Desafíos en la Actual Crisis Crediticia Internacional“, *Boletín Mensual* Banco Central de Chile, Vol. 81, N° 961, pp. 7-12, marzo 2008.

“Algunas Reflexiones sobre el Crecimiento Económico en Chile”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 80, N° 954, pp. 7-13, agosto 2007.

“El Banco Central y la Inflación”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, Vol. 76, N° 905, pp. 1301-06, julio 2003.

“La Política Cambiaria”, *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, N° 884, pp. 2567-74, octubre 2001.

## 5. DOCUMENTOS DE TRABAJO

“Large Depreciations: Recent Experience in Historical Perspective”, PIIIE Working Paper 16-8, Mayo 2016.

“Defining Inflation Targets, the Policy Horizon and the Output-Inflation Tradeoff”, Documento de Trabajo N° 415, Banco Central de Chile, marzo 2007.

“Overshooting Meets Inflation Targeting”, co-autor: E. Parrado, Documento de Trabajo N° 394, Banco Central de Chile, diciembre 2006.

“Tipo de Cambio Flexible con Metas de Inflación en Chile: Experiencia y Temas de Interés”, co-autores: Andrea Tokman, Rodrigo Valdés, Documento de Política Económica N° 14, Banco Central de Chile, agosto 2005.

“Fluctuaciones del Dólar, Precio del Cobre y Términos de Intercambio”, co-autores: Hermann González y Felipe Jaque. Documento de Trabajo N° 310, Banco Central de Chile, febrero 2005.

“Rapid Growth of Monetary Aggregates and Inflation: The International Evidence”, Documento de Trabajo N° 256, Banco Central de Chile, abril 2004.

“Productivity Growth and Disinflation in Chile”, Documento de Trabajo N° 246, Banco Central de Chile, diciembre 2003 y NBER Working Paper N° 10360, marzo 2004.

“Política Económico-Social y Bienestar: El Caso de Chile”, co-autores: Yael Baytelman y Kevin Cowan, Documento de Trabajo N° 56, Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile, 1999.

“Savings and Growth: Is the Evidence Inconsistent with LCH?”, co-autor: C. Huneus, febrero 1999.

“Inflation and Devaluation after Currency Crises”, co-autor: Eduardo Borensztein, febrero 1999.

“Relative Price Changes Across U.S. States”, co-autor: Holger Wolf, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics, Documento de Trabajo N° EC-94-20, septiembre 1994.

“Terms of Trade, Productivity and the Real Exchange Rate”, co-autor: H. Wolf, NBER Documento de Trabajo N° 4807, julio 1994.

“Credit Markets and the Welfare Costs of Inflation”, co-autor: F. Sturzenegger, NBER Documento de Trabajo N° 4873, octubre 1994.

“Savings, Growth and Capital Markets Imperfections: The Case of Borrowing Constraints”, Documento de Trabajo IMF WP/93/31, marzo 1993.

“Financial Innovation and Money Demand: Theory and Empirical Implementation”, co-autor: P. Arrau, Documento de Trabajo N° 585, The World Bank, enero 1991.

“Ajuste de las Importaciones en Chile, 1981-85”, Notas Técnicas N° 83, CIEPLAN, junio 1986.

“Principales Aspectos de la Política Cambiaria en Chile: 1974-85”, Notas Técnicas N° 81, CIEPLAN, mayo 1986.

“Deuda Externa, Escenario Económico Externo y Cuenta Corriente en Chile: Perspectivas para el Período 1985-90”, Notas Técnicas N° 68, CIEPLAN, marzo 1985.

“Exportaciones en Chile: un Estudio Cuantitativo para el Período 1960-81”, Notas Técnicas N° 61, CIEPLAN, diciembre 1983.

### **Docencia**

Clases de Macroeconomía de cursos de pre y post-grado en la Universidad de Chile, Universidad Católica, MIT y UCLA.

### **Arbitro Revistas Científicas**

*American Economic Review; Bulletin of Economic Research; Cuadernos de Economía; Economía Chilena; Economía Mexicana; Economic Journal; Economic Letters; European Economic Review; IMF Staff Papers; International Economic Review; Journal of Comparative Economics; Journal of Development Economics; Journal of Economic Growth; Journal of Economic Literature; Journal of Economics; Journal of International Economics; Journal of International, Money, and Finance; Journal of Macroeconomics; Journal of Monetary Economics; Journal of Money, Credit and Banking; Journal of Public Economics; Journal of the European Economic Association; Oxford Economic Papers; Quarterly Review of Economics and Finance; Review of Economic Studies; Review of Income and Wealth; Revista de Análisis Económico; Revista de Economía Española; The Review of Economics and Statistics; The Scandinavian Journal of Economics; The World Bank Economic Review; World Development; CONYCIT (Chile); Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (Argentina).*

**Lugar y fecha de Nacimiento:** Santiago, Chile, 17 de agosto de 1959.

Santiago, Noviembre 2017.



## Alejandro Javier Micco Aguayo

Anexo: 84084 Mail: amicco@fen.uchile.cl

Prof. Asociado(O)  
Departamento de Economía  
Facultad de Economía y Negocios, 44 hrs

### Títulos o grados académicos

Grado / Título	Fecha	Institución
DOCTOR	14/11/2000	Universidad de Harvard
INGENIERO CIVIL INDUSTRIAL	03/03/1995	Universidad De Chile
MAGISTER	03/03/1995	Universidad De Chile
MAGISTER EN CS. INGENIERIA	03/03/1995	Universidad De Chile
LICENCIADO	05/04/1994	Universidad De Chile

### Docencia

Facultad o instituto	Tipo asignatura	Nombre de asignatura	Código de asignatura	Año	Tipo de docente
FEN	Pregrado	MACROECONOMIA II / TEORIA MONETARIA	ENECO360	2013	COORDINADOR
FEN	Pregrado	SEMINARIO TITULO ME	ENECO550	2013	COORDINADOR
FEN		MACROECONOMIA ABIERTA EN PAISES EMERGENTES	ENECO745	2013	COORDINADOR
FEN	Pregrado	MACROECONOMIA II / TEORIA MONETARIA	ENECO360	2012	COORDINADOR
FEN		MACROECONOMIA ABIERTA EN PAISES EMERGENTES	ENECO745	2012	COORDINADOR
FEN		Lectura Guiada	ENECO773	2012	COORDINADOR
FEN	Pregrado	MACROECONOMIA II / TEORIA MONETARIA	ENECO360	2011	COORDINADOR
FEN	Pregrado	SEMINARIO TITULO MA	ENNEG550	2011	COORDINADOR

### Publicaciones

Autores	Título publicación	Año	Título revista	Tipo publicación	Digital object identifier
Gonzalez, A; Micco, A; Montoya, AM	Dollarization, Foreign Ownership, and Competition in the Banking Industry in Latin America	2015	EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE	ISI;SCOPUS/UCH/VID	<a href="http://dx.doi.org/10.1080/1540496X.2015.998074">http://dx.doi.org/10.1080/1540496X.2015.998074</a>
Gonzalez, A; Micco, A	PRIVATE VERSUS PUBLIC ANTITRUST ENFORCEMENT: EVIDENCE FROM CHILE	2014	JOURNAL OF COMPETITION LAW & ECONOMICS	ISI;SCOPUS/UCH/VID	<a href="http://dx.doi.org/10.1093/joclec/nhu002">http://dx.doi.org/10.1093/joclec/nhu002</a>

Autores	Título publicación	Año	Título revista	Tipo publicación	Digital object identifier
Caballero, RJ;Cowan, KN;Engel, EMRA;Micco, A	Effective labor regulation and microeconomic flexibility	2013	JOURNAL OF DEVELOPMENT ECONOMICS	ISI;SCOPUS/UCH/VID	<a href="http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2012.08.009">http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2012.08.009</a>
Bergoing, R;Micco, A;Repetto, A	A look at the rise of Chilean exports	2011	CEPAL REVIEW	ISI/UCH/VID	
Bergoing R., Micco A., Repetto A.	Dissecting the Chilean export boom	2011	CEPAL REVIEW	SCOPUS/UCH/VID	

## Proyectos de investigación

Código proyecto	Título proyecto	Inicio	Fin	Investigador principal / Coinvestigadores	Institución / Unidad académica principal	Programa	Fuente
1120869	Sources of aggregate wage adjustments in Chile: Microeconomic evidence	01-03-2012	01-03-2015	A. Micco / A. Repetto	UCH / Facultad de Economía y Negocios, Departamento de Economía, Gabinete Departamento de Economía	FONDECYT	Regular

## Memorias y tesis

Autor(es)	Título	Facultad	Año publicación	Profesor(es) guía	Comisión	Tema	Url	Fuente
Risopatrón Hoffmann, Juan Pablo	Utilización del modelo Black-Litterman para la construcción de una cartera eficiente para el multifondo C	Facultad de Economía y Negocios	2012	Micco Aguayo, Alejandro		Chile; Mención Administración; Importaciones; Deportes acuáticos; Plan de negocios	<a href="http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/108124">http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/108124</a>	Tesis UCH
Ramírez, Sebastián;Reyes, Gonzalo	Desarrollo financiero & crecimiento económico – Un estudio de caso para Chile	Facultad de Economía y Negocios	2010	Micco Aguayo, Alejandro		; Desarrollo económico--Chile	<a href="http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2010/ec-ramirez_se/html/index-frames.html">http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2010/ec-ramirez_se/html/index-frames.html</a>	Tesis UCH