



Regulación versus autorregulación. Un dilema crítico a partir del caso Banco Central-Corfo-Inverlink

Francisco Pfeffer Urquiaga

Profesor

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

Aún no se conocen todos los detalles sobre uno de los casos más impactantes que en los últimos años le ha tocado vivir al mercado de capitales chileno. El llamado caso Banco Central-Corfo-Inverlink.

Se sabe que el desfalco bordea a lo menos los 106 millones de dólares en papeles sustraídos de la Corfo;

- que todo comenzó al descubrirse la filtración de información privilegiada desde la presidencia del Banco Central a un importante ejecutivo del Grupo Inverlink;
- que el escándalo se agudizó cuando se denunció la sustracción de papeles de la Corfo y se descubrió que estos circularon velozmente en el mercado de capitales, pasando de mano en mano entre los más diversos operadores y terminando, en la mayoría de los casos, en cartera de los fondos mutuos;
- que los antedichos papeles fueron puestos en circulación por ejecutivos y/o personeros vinculados al Grupo Inverlink en complicidad con funcionarios de Corfo, lo que dio las primeras señales de que se estaba en presencia de una operación organizada y bien montada por personeros de ese grupo empresarial;
- que las primeras reacciones de las autoridades políticas de gobierno originaron una crisis de iliquidez, desconfianza y paralización en el mercado del dinero que no se veía desde la crisis de los 80 y que significó un retiro masivo de recursos y partícipes del sistema de administración de fondos de terceros;¹

¹ La ya celebre "Teoría del Jarrón". Cifras extraoficiales hablan del retiro aproximado de 600 millones de dólares del sistema de fondos mutuos durante los primeros días del escándalo, motivado principalmente por la incertidumbre que se generó en el mercado acerca de quién debía asumir las pérdidas de los papeles sustraídos de la Corfo. Además, el mercado de instrumentos de renta fija estuvo paralizado casi por completo durante los mismos primeros días.

- que las primeras investigaciones judiciales confirmaron los temores iniciales, en cuanto a que se estaba en presencia de un conjunto de operaciones estructuradas y bien organizadas por el citado grupo empresarial destinadas a captar recursos financieros y que se habían realizado durante mucho tiempo;
- que la referida asociación empresarial operaba con tentáculos en organismos públicos (Banco Central, Corfo) y privados (operadores de mesas de dinero en bancos, empleados de corredores de bolsa, etc.), lo que hacía relativamente fácil el uso de la información privilegiada ilícitamente obtenida y la circulación en el mercado de capitales de los papeles sustraídos de Corfo, circunstancias ambas, entre otras, que ahora explican el rápido y explosivo crecimiento del Grupo Empresarial Inverlink;
- que los organismos fiscalizadores no detectaron ninguna irregularidad en el prolongado funcionamiento de las entidades que formaban parte del citado grupo empresarial y que se encontraban bajo su control, actuando sólo cuando el escándalo ya había estallado;
- que el ejercicio de la potestad fiscalizadora y sancionadora de la autoridad se manifestó mediante la intervención de la Compañía de Seguros administrada por el grupo Inverlink, la aplicación de multas a diversos ejecutivos del grupo empresarial por infracciones varias a la ley de mercado de valores y de sociedades anónimas y a través del ejercicio de acciones civiles y penales dirigidas contra los mismos personeros;
- que en los organismos públicos la responsabilidad de “mando” se hizo efectiva con la renuncia del Vicepresidente Ejecutivo de la Corfo, del Presidente del Banco Central y del Superintendente de Valores y Seguros, todos personeros de reconocida competencia técnica en el ámbito de sus funciones;
- que en el ámbito privado los hechos anteriormente descritos desencadenaron el desmoronamiento del denominado Grupo Inverlink, encontrándose en la actualidad sometidos a proceso sus principales ejecutivos, en procedimiento de quiebra su sociedad matriz, de la cual dependen sus filiales más importantes, como son la AFP, Cía. de Seguros e Isapre, y sujeta a intervención judicial la administración de los restantes activos del grupo;
- que de igual modo significó la paralización transitoria del mercado de papeles de renta fija en los días más críticos del escándalo, un serio cuestionamiento a la actuación de los organismos fiscalizadores involucrados, un grave daño al activo máspreciado de todo mercado de capitales, como lo es la confianza pública, y colocó nuevamente en debate la añosa disputa entre quienes quieren más y estrictas regulaciones versus quienes pretenden más libertad y autocontrol.

A partir de los hechos indicados, de los cuales sólo hemos tomado conocimiento por la difusión que de los mismos ha efectuado la prensa nacional, revisaremos cómo funcionaron las instituciones y mecanismos introducidos por las últimas reformas a la legislación bancaria y de mercado de valores, a fin de precisar si es realmente necesario introducir mayores y más estrictas regulaciones en el funcionamiento del mercado de capitales, como al parecer sería la intención del Ejecutivo al abordar las próximas reformas a la legislación que lo regula, o si ello, de ocurrir, sólo creará nuevos costos de transacción que tornará ineficiente el marco regulatorio dentro del cual se desarrolla el mercado de capitales chileno.

I. El costo de la regulación

Bien se sabe que la competencia es muy saludable para el funcionamiento de los mercados.

Un mercado en competencia es garantía de que los recursos y factores productivos se asignen correcta y eficientemente y que los bienes y servicios alcancen niveles de calidad, estética y precio inigualables.

También se sabe que el mercado perfectamente competitivo es sólo un modelo de análisis cuya reproducción en la realidad humana ha sido una pretensión inalcanzable hasta la fecha. Sólo existen mercados con diversos niveles de imperfección y el óptimo al que se pretende llegar, mediante la mano reguladora de la autoridad, es precisamente el de acercarse lo más posible al modelo de mercado perfecto.

La regulación en los mercados imperfectamente competitivos –aquellos en donde los niveles de competencia por sí solos no son capaces de garantizar que los recursos y factores productivos se asignen correcta y eficientemente y que los bienes y servicios alcancen niveles de calidad, estética y precio óptimos–, pretende evitar que en éstos se originen pérdidas de eficiencia para la economía, se distorsione la correcta asignación de los recursos productivos y se produzcan situaciones de inequidad, desigualdad y de abuso de poder, generalmente en desmedro del consumidor o de la parte más débil de la relación contractual.

El instrumento de la regulación somete a la actividad productiva que opera en la lógica de un mercado imperfecto a un marco dentro del cual aquélla debe desenvolverse. La libertad para desarrollar esa actividad aparece así limitada por cuanto se debe ejercer dentro del marco definido por la ley.

Mediante los requisitos de acceso o barreras de entrada y los requisitos de permanencia impuestos por el legislador se amplía o restringe la libertad para que los agentes privados desarrollen la actividad productiva en particular.

La habilitación constitucional con que cuenta el legislador para regular la actividad productiva de los agentes privados no aparece precedida de una exigencia sustantiva o valórica que la fundamente, como sí se exige en la habilitación de que dispone el mismo legislador para prohibir ciertas y determinadas actividades económicas. El fundamento para prohibir ha de ser necesariamente que las actividades económicas sean contrarias a la moral, al orden público o a la seguridad nacional.

En cambio el legislador es soberano para regular. Lo podrá hacer con la finalidad de introducir orden en el desarrollo de una actividad, con el objeto de tutelar bienes jurídicos que posibilitan el funcionamiento de ciertos mercados, con el propósito de impedir abusos de quienes detentan posiciones de dominio, en fin, con el ánimo de salvaguardar principios que permitan el desarrollo de ciertas actividades económicas esenciales para el crecimiento económico del país. En general la mano reguladora del Estado en la economía liberal se justifica y legitima sólo para corregir las externalidades negativas, para regular los monopolios y equilibrar la oferta subóptima de bienes públicos.²

Cabe recordar que la habilitación para regular de que dispone el legislador enfrenta la limitante del numeral 26 del artículo 19 del Código Político, en cuanto este precepto garantiza que el instrumento de la regulación no podrá transformarse en una prohibición de ejercicio, al establecer que los requisitos de acceso y permanencia no podrán significar un impedimento al libre desarrollo de la actividad productiva.

En términos de eficiencia económica, el instrumento de la regulación no es neutro. Muchas veces origina costos mayores a los beneficios que con él se pretende alcanzar, por un incorrecto análisis de los efectos económicos de la norma jurídica que la contiene.

² Entendemos por bienes públicos aquellos que los mercados privados no producen en cantidades suficientes, porque no existen los incentivos adecuados para las empresas privadas, como por ejemplo, defensa nacional, administración de justicia, etc. "Es posible impedir a las empresas que arrojen vertidos imponiendo regulaciones, pero es mucho más difícil para los gobiernos fomentar la producción de bienes públicos. Estos son actividades económicas –que reportan grandes o pequeños beneficios a la comunidad– que no es eficiente dejar a la iniciativa privada. Importantes ejemplos son la provisión de defensa nacional y el mantenimiento del orden público interno, la construcción de una red de autopistas y la financiación de la ciencia básica y de la sanidad pública. Las empresas privadas no producen una cantidad suficiente de estos bienes públicos, porque los beneficios se dispersan tanto entre la población que ninguna empresa o consumidor tiene incentivos económicos para suministrarlos". Paul A. Sameulson, William D. Nordhaus. *Economía*, p. 51.

A partir de 1960, año en que Ronald Coase publicó su ya famoso *The Problem of Social Costs*, que dio origen al hoy más conocido como “Teorema de Coase”,³ artículo seminal que originó una verdadera revolución económica en el campo legal en los Estados Unidos de Norteamérica, se viene cuestionando, cada vez con mayor fuerza, la eficacia de las intervenciones reguladoras del Estado.⁴

Como se sabe, la base del postulado coasiano sostiene que si los costos de transacción son cero o cercanos a cero, se producirá el resultado eficiente con independencia de la norma atributiva de derechos elegida.⁵

Dicho de otra forma. Las partes enfrentadas por un conflicto potencial lo resolverán independientemente de lo que diga la norma jurídica si la negociación entre ellas que concluirá en la solución más eficiente no tiene ningún costo de transacción.⁶

³ Coase, Ronald Harry. *La empresa, el mercado y la ley*. Alianza Editorial, Madrid, España, 1994. Se trata de una obra constituida por reimpressiones de artículos ya publicados del mismo autor. El capítulo 6 se refiere al “Problema del Costo Social”, publicado originalmente como “The Problem of Social Costs”, en *The Journal of Law and Economics*, vol. 3, pp. 1 y ss., 1960.

⁴ La eficiencia es uno de los conceptos fundamentales de la economía. Se produce eficientemente cuando la economía no puede producir una mayor cantidad de un bien sin producir una menor cantidad de otro. La eficiencia de Vilfredo Pareto dice que una situación es eficiente si no hay ningún cambio posible de esa situación que pueda mejorar la situación de alguien sin empeorar al mismo tiempo la de otro. Véase Samuelson, Paul, y Nordhaus Willian. *Economía*, ob. cit., págs. 27 y ss. También a Polinsky, Mitchell, en *Introducción al Análisis Económico del Derecho*, Ed. Barcelona, 1985.

⁵ Son costos de transacción aquellos desembolsos que las partes deberán cubrir para llevar a cabo una transacción de mercado. Estos dependerán de la transacción de que se trate. Caben dentro de esta categoría los costos asociados a las negociaciones que permitan alcanzar los acuerdos, el pago de asesores, la elaboración de los contratos, el precio de la información, las inspecciones para verificar el cumplimiento de los acuerdos, etc.

⁶ Coase postulaba que las partes mismas pueden negociar la solución eficiente –fuera del sistema legal o judicial– sin acudir al Estado para corregir las externalidades. En su artículo, Coase comenzó con el ejemplo de un médico cuya capacidad para examinar a sus pacientes se veía mermada por el ruido de la maquinaria de un confitero que trabajaba en el edificio contiguo. Históricamente, la opinión de los economistas y de los juristas sobre este tipo de situación era sencilla y clara: el ruido del confitero estaba perjudicando al médico y debería impedirle hacerlo. La idea clave de Coase consistía en que esta opinión pasaba totalmente por alto la naturaleza recíproca del problema. Es cierto que el ruido del confitero perjudicaba al médico, pero si quisiéramos impedirle hacerlo, le perjudicaríamos, pues, al fin y al cabo, hacía ruido, pero no para perjudicar al médico, sino para ganarse la vida. En este tipo de situaciones, una persona sale perjudicada, independientemente de lo que ocurra. El hecho de que el daño que causa el ruido al médico sea mayor que el daño que se causaría al confitero si se le prohibiera trabajar es una cuestión empírica. Según Coase, a ambas partes les interesa evitar el peor de estos dos resultados desagradables. La visión que se tenía anteriormente de las externalidades bajo la influencia de Pigou creó una tradición jurídica en la cual el confitero era declarado responsable, por lo general, de los daños que pudiera causar su ruido al médico, lo que no siempre era la solución más eficiente. Empero, según Coase, si el médico y el confitero pudieran negociar sin incurrir en costo alguno, se obtendría el resultado más eficiente, independientemente de que el confitero fuera responsable. Craig R. Giesze. “El Análisis económico de la información privilegiada en el Mercado de Capitales y Valores. ¿Justicia Ineficiente?” *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 26 N°4, p. 810.

A partir de tales postulados, muchos concluyeron que si el Estado se abstenía de intervenir, los individuos siempre hallarían por su cuenta una solución eficiente. No obstante, el mismo Coase afirmaba muy claramente que esta conclusión sólo era válida en un mundo en el que las partes pudieran negociar incurriendo en un costo relativamente bajo.

Si los costos de transacción de las negociaciones privadas son altos o prohibitivos –muchas partes involucradas–, o si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre los particulares son mal especificados, entonces el Estado debe intervenir para “lubricar” el proceso de negociación entre ellos. En este contexto, el Estado debe promulgar una ley o una norma jurídica cuyo efecto es reducir los costos de transacción de las negociaciones privadas o aclarar la asignación de los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre las partes, con la finalidad de facilitar el proceso negociador.

Por ende, en la lógica coasiana si existe alguna falla de mercado en la forma de una externalidad negativa –por ejemplo, la falta de información suficiente en los mercados de valores–; si los costos de transacción de las negociaciones privadas son bajos; y si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales de las partes son bien establecidos y claros, entonces el Estado no debe intervenir de ninguna forma en el mercado, mediante la promulgación de una norma legal o juicio, para corregir la falla. La mano invisible de Adam Smith bajo estas circunstancias es más que suficiente para permitir que los particulares mismos solucionen su propio problema. En cambio, si los costos de transacción de las negociaciones privadas son muy altos, o si los derechos, obligaciones y responsabilidades legales entre los particulares son mal especificados, entonces el Estado debe aprobar una ley, con el fin de facilitar el proceso negociador entre los particulares.⁷

La aplicación y extensión del Teorema de Coase en el contexto de evaluar las sanciones más eficientes para castigar violaciones de las normas comerciales y civiles, llevó a Gary S. Becker a la conclusión sorprendente de que una multa es superior, en términos de eficiencia, a la sanción de la cárcel: “Si los individuos son neutrales al riesgo, el sistema eficiente de exigibilidad de la ley es aquel en el que la multa sea lo mayor posible –igual a la fortuna de los individuos cuyo comportamiento se requiere controlar–. Esto facilita el que la necesaria probabilidad de detección sea muy pequeña, a fin de ahorrar costos de ejecución. Adviértase que la razón de este resultado no depende de la magnitud de los costos impuestos a otros por la actividad perjudicial. Así, por ejemplo, si cierta actividad impusiese solo un costo de

⁷ Craig R., Giesze. Ob. cit., pp 813 y 814.

un dólar a otros, seguiría siendo eficiente utilizar una multa lo mayor posible (10.000 dólares, por ejemplo), a fin de lograr la disuasión óptima con el menor gasto posible en la ejecución.⁸

El análisis de Gary Becker demuestra que una multa muy alta casi siempre es superior, en términos de eficiencia, que el castigo de la cárcel para sancionar los delitos de cuello blanco, incluyendo aquellos tipificados en la ley de mercado de valores, porque esta última sanción implica enormes costos de administración y mantenimiento.

Los resultados empíricos presentados en el libro *Law and Economics*, recientemente publicado en español por los economistas estadounidenses Robert Cooter y Thomas Ulen, demuestran la eficiencia de la aplicación de multas altas, en vez de la cárcel, para castigar los delitos de cuello blanco, incluyendo aquellos tipificados en la ley de Mercado de Valores: "Cuando una disminución en la probabilidad de detectar un delito (ej. desde 50% a 10%) es igual al aumento en la magnitud del castigo (reemplazar la cárcel con una multa), entonces el costo esperado de un delito se queda igual para los reos. Pero los costos administrativos del Estado pueden cambiar. La probabilidad de ser atrapado y condenado depende en gran parte de los recursos que se asignen para detectar, arrestar y enjuiciar a los reos de delitos de cuello blanco –por ejemplo, del número y la calidad de auditores, peritos tributarios, fiscales, abogados, policía y los demás. Estos recursos cuestan mucho. En cambio, la puesta en práctica de multas es relativamente barata. Estos hechos implican... invertir poco en la detección y el enjuiciamiento de los infractores, pero multar severamente a los individuos atrapados. Se puede mostrar que se multaría el delito más grave hasta una cantidad igual a la fortuna de los individuos cuyo comportamiento se requiere controlar (El profesor Gary Becker llegó a esta conclusión en su famoso artículo citado por el Comité del Premio Nobel...). Además, se puede demostrar que la sanción de la cárcel es ineficiente, a menos que el Estado haya agotado completamente la opción de multas... Los costos sociales de la cárcel incluyen los costos directos del edificio, mantenimiento, trabajadores y el costo de oportunidad de perder la productividad de las personas encarceladas. Con respecto a los costos directos, se estima que el costo es entre US\$ 20.000,00 y US\$ 30.000,00 por año para mantener un reo en una cárcel de alta seguridad en los Estados Unidos. Encarcelando a más personas por más tiempo no es, tal vez, la manera más eficiente para reducir el número de delitos... Adviértase que se usan multas más en Europa occidental y la cárcel como método de castigo en los Estados Unidos...

⁸ Gary S. Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 J. Pol. Econ. vol. 76, 1968, pp. 169 y ss. Citado por Craig R. Giesze. Ob. cit., p. 814.

La multa típica en los Estados Unidos es una multa fija, independiente de la fortuna del individuo, con multas máximas codificadas en las leyes penales. En cambio, muchos países europeos combinan el uso de una multa fija con una multa adicional (llamada "multa del día"), que se calcula de acuerdo al ingreso del individuo culpable".⁹

Por lo tanto, una multa muy alta, en vez de la encarcelación, es la sanción eficiente y preferible de los economistas para hacer cumplir con la exigibilidad de las leyes penales que regulan los delitos de cuello blanco. De esta forma, congruente con los estudios de Gary Becker, Robert Cooter y Thomas Ulen, el Estado debe aspirar a disminuir sus gastos de ejecución para regular ciertos delitos, sin sacrificar la disuasión óptima, reduciendo la probabilidad de detección, pero, al mismo tiempo, aumentando la multa proporcionalmente.¹⁰

De consiguiente, a la luz de los antecedentes sucintamente descritos, podemos concluir que la intervención reguladora del Estado sólo será eficiente, en el sentido económico de la expresión, si con ella disminuyen los costos de transacción existentes en el mercado; que, por el contrario, sería ineficiente si la mano reguladora del Estado sólo introduce mayores costos a la posibilidad de que los particulares asuman y resuelvan directamente los efectos de las externalidades negativas que enfrentan; que como expresión de la "justicia eficiente" el Estado debe privilegiar la sanción de los ilícitos tipificados en la legislación bancaria y de valores con pena de multa y no de cárcel, ya que ello le origina menores costos; en fin, que la existencia de un entramado complejo de normas, muchas veces difusas, confusas y difíciles de entender, como aquellas que conforman el marco regulatorio del mercado de capitales, originan, por sí solas, un costo que las puede tornar ineficientes.

No obstante la importancia que el Teorema de Coase ha tenido en el análisis de los efectos económicos de los marcos regulatorios, es necesario destacar también el aporte y la fuerte influencia que en estas mismas materias ha ejercido la Escuela Institucionalista o de Harvard.¹¹

Para estos autores el funcionamiento eficiente de los mercados sólo se al-

⁹ Robert Cooter y Thomas Ulen. *Economía y Derecho*, pp. 4-5, 420-24.

¹⁰ Craig R. Giesze. Ob. cit., p. 816.

¹¹ Los valiosísimos aportes doctrinales realizados por un conjunto de profesores de la Escuela de Economía de la Universidad de Harvard, destacándose entre ellos los conocidos economistas Andrei Shleifer y Robert W. Vishny. Estos autores destacan en sus estudios la importancia que tiene una adecuada protección a los accionistas para la creación de un mercado de valores profundo. Así, si el inversionista siente que sus derechos no están adecuadamente protegidos, debido a que el sistema legal es ineficaz frente a las posibles extracciones de riqueza de los directivos, abandonará tales mercados.

canza mediante la creación de un entramado de normas que garanticen la efectividad y certidumbre de los derechos de cada uno de los actores de ese mercado.

El mercado deja de ser eficiente y consecuentemente deja de cumplir los roles económicos que le son propios, cuando los actores que participan en él no cuentan con un marco de protección adecuado de sus derechos, razón por la cual, ante la sensación de desamparo, optan por no recurrir a él. En esta hipótesis el mercado no cumple ningún rol económico, razón por la cual la pérdida de eficiencia del mismo se origina por la falta de regulación y no por un exceso de la misma.^{12,13}

Revisaremos a continuación si las últimas reformas introducidas en la legislación bancaria y de mercado de valores fueron o no influidas por los conceptos antes analizados; si las normas e instituciones recién reformadas,¹⁴ tocadas por el caso Banco Central-Corfo-Inverlink, funcionaron eficiente y adecuadamente; o si, por el contrario, su funcionamiento defectuoso aconseja, en base al mismo concepto de eficiencia, introducirles algunas nuevas reformas.

II. La información privilegiada

Como se sabe, la Ley N° 19.705, publicada en el D.O. de 20 de diciembre del año 2000, más conocida como Ley de Opas, introdujo, entre otras, reformas al artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores, al título XXI del mismo cuerpo legal y a los artículos 4º, 27 y 28 del D.L. N° 3.538, orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros. La Ley N° 19.301, de marzo de 1994, había reemplazado el antiguo artículo 13 por todo un título nuevo, el que lleva el número XXI, para tratar sistemáticamente el uso de la información privilegiada.

En el artículo 166, que establece las presunciones de conocimiento de información privilegiada y que determina los sujetos activos del delito de la

¹² Estos mismos economistas muestran abundante evidencia empírica que demuestra la directa relación existente entre la desprotección de los agentes de mercado y el abandono que ellos hacen de él.

¹³ Específicamente en relación con las regulaciones de los mercados de capitales, esta corriente de pensamiento propugna que sea el legislador el que debe instaurar un conjunto de instituciones legales que garanticen un adecuado nivel de protección al inversionista. En especial, las normas deben apuntar a establecer un adecuado nivel de información sobre las operaciones sociales; un marco regulatorio para las actividades de los accionistas controladores; y la necesidad de crear instancias intermedias que controlen con mayor eficacia la labor de los directivos.

¹⁴ Las reformas introducidas por la Ley N° 19.705 a la legislación sobre Mercado de Capitales, principalmente a la Ley de Mercado de Valores, de Sociedades Anónimas, de Fondos Mutuos, de Fondos de Inversión, entre otros cuerpos legales, como así también, la modificación que experimentó la Ley General de Bancos por la Ley N° 19.528 y las leyes N° 19.705 y 19.769.

letra e) del artículo 60 de la LMV, se introdujo una nueva letra c) mediante la cual se amplía la presunción de conocimiento de información privilegiada a las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control.

Cabe recordar que uno de los objetivos principales de la Ley N° 19.705 fue el de regular las tomas de control, de modo tal que esta nueva presunción de conocimiento de información privilegiada debe entenderse establecida necesariamente en el contexto de una operación o negociación tendiente a la enajenación del control.¹⁵

Con esta nueva presunción de conocimiento de información privilegiada y a partir de la indeterminación e imprecisión del concepto de controlador, el universo de personas afectadas por esta presunción simplemente legal crece enormemente, lo que dificulta cualquiera posibilidad de negociación directa entre las partes en potencial conflicto. En la lógica del Teorema de Coase, con esta reforma puntual se aumentan los costos de transacción, por lo que se aleja una solución eficiente que pudieran negociar las partes en conflicto y se hace necesaria la intervención de la mano sancionadora de la autoridad.

En la misma línea de facilitar la sanción del uso indebido de información privilegiada, se agregó una letra q) al artículo 4° del D.L. N° 3.538, en cuanto se facultó a la Superintendencia de Valores y Seguros para estimar el monto de los beneficios, expresado en su equivalente en unidades de fomento, que hayan percibido los infractores al Título XXI de la Ley N° 18.045, señalándolo en la resolución que aplica la sanción, estableciendo además que la Superintendencia, para el solo efecto de velar por los intereses de los terceros perjudicados, según lo previsto en el artículo 172 de la Ley N° 18.045, podrá solicitar al tribunal competente que decrete las medidas precautorias que la ley señala. Ello debería traducirse en una mayor facilidad para que los afectados insten por la reparación de los perjuicios que la infracción a estas normas les originan.

En la misma dirección se modificaron los artículos 27 y 28 del D.L. N° 3.538, al aumentar las multas que puede aplicar la S.V.S. por infracción a las normas bajo su control, entre las que figuran aquellas que prohíben el uso de información privilegiada, desde 1.000 unidades de fomento hasta 5.000 U.F., cantidad que se puede aumentar en tres o cinco veces en el evento de haber reiteración. Ello es sin perjuicio de que se mantiene la facultad de la S.V.S. de aplicar como sanción una multa equivalente al

¹⁵ Habrá que estarse al concepto de controlador que contiene el artículo 97 de la LMV, que, como se sabe, es confuso y difícil de precisar.

30% del valor de la emisión u operación irregular. Claramente aparece aquí la influencia de los autores antes citados.

En materia de tipos penales la letra e) del artículo 60 de la LMV precisa que sólo pueden ser sujetos activos del delito de uso indebido de información privilegiada las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada.

Se trata de un delito calificado, toda vez que el sujeto activo de la conducta ilícita ha de ser necesariamente alguna de las personas indicadas en el artículo 166 de la misma ley.

Con el propósito de fortalecer la represión penal de las conductas asociadas al uso de información privilegiada, y en el entendido de que el camino de la sanción penal es el más indicado, se agregaron nuevas letras al citado artículo 60, mediante las cuales se tipificaron conductas ilícitas que hasta esa fecha no tenían una sanción penal y que por su gravedad se estimó necesario fueran elevadas a la categoría de ilícitos penales.¹⁶

¹⁶ La incorporación de las letras b), f), g), h), i), y j) al artículo 60 de la LMV ha sido muy criticada por la doctrina nacional. Tanto por ser una mala expresión de técnica legislativa, como por ser contraria a las tendencias más modernas de política criminal que han privilegiado la aplicación de multas como sanción a los delitos de cuello blanco. El profesor Mario Garrido Montt, al participar en el Seminario sobre la Nueva ley de Opas, organizado por la Facultad de Derecho de la Universidad Central de Chile en septiembre de 2000, fue muy crítico respecto a la manera como se tratan los tipos penales económicos, como también a lo inconveniente de tipificar como delitos muchas conductas desplegadas en la actividad económica. Preciso: "Consideramos—sin embargo— altamente peligroso crear una serie de figuras penales con criterio casuístico, recogiendo en el marco de las conductas antijurídicas en que puede incurrirse una serie de hechos aislados, sin que se afinquen en una clara determinación del interés jurídico a proteger, y menos aun precisando los principios más generales que deberían regir esta materia. También, sin adelantar su punibilidad, como sucede con los que se han creado, que son de simple peligro, por el mero riesgo que podría importar su concreción. Esta misma sistemática, que se observa en buena parte de las leyes especiales que dicen relación con la actividad económica, se ha convertido en la regla general. Una normativa sobre el mercado de valores no podría constituirse en excepción, lo que hace aconsejable la revisión de todas las leyes económicas penales". Refiriéndose específicamente a las nuevas letras que se incorporan al artículo 60, precisó: "Parece lamentable establecer esta nueva letra —se refiere a la letra f)—, pues está muy vinculada a la actual letra a) del art. 60 (los que hicieren oferta publica sin distinguir si es de venta o adquisición), lo que podría haberse complementado en su redacción, para comprender lo que se pretendió con la letra f). Entrar a reglar casos particulares y específicos semejantes separadamente, fuera de ser arbitrario, en definitiva plantea problemas de interpretación de los preceptos en su aplicación concreta. Lo más aconsejable sería unificar el contenido de ambas letras y establecer el alcance de la prohibición con un sentido más amplio". En relación con la letra g) sostuvo que "repetimos la misma crítica que antes se señaló. La letra g) que se propone tiene vinculación con la actual letra e) del mismo art. 60, lo que aconseja adecuar su redacción en un solo precepto, y no en dos diferentes con un contenido tan semejante, aunque con pequeñas variantes. En substancia las diferencias más ostensibles entre el contenido de la letra e) y el de la letra g) que se propone,

Se agrega una nueva letra g) mediante la cual se sanciona al que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operación o transacción con valores de oferta pública.

Este nuevo delito no exige la concurrencia de ninguna calidad en el sujeto activo, de manera tal que cualquiera persona que sirviéndose de información privilegiada ejecute un acto que le irroque beneficio o le evite una pérdida en cualquiera operación o transacción con valores de oferta pública, podrá calificar como autor del mismo.

La letra h) nueva sanciona al que revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública.

La agregación de la letra h) llenó un vacío de nuestra legislación de valores, con la tipificación y sanción de la figura de "comunicación de información privilegiada", tal como se efectúa en el derecho comparado.¹⁷ Se trata de una norma de aplicación general que no requiere de ninguna calidad especial en el autor de la conducta.

Queda claro, entonces, que en la última reforma a las normas que regulan el uso indebido de información privilegiada el legislador optó tanto por aumentar el monto pecuniario de las sanciones como por tipificar nuevas conductas como ilícitos penales, las que se castigan con penas de presidio.

Queda claro también que en las reformas apuntadas hay una notoria influencia tanto de los seguidores de Coase como de la escuela institucionalista o de Harvard.

Frente al caso puntual que nos ocupa, si bien no podemos calificar a priori como privilegiada a la información que se filtró desde la presidencia del

incide en que en este último caso se amplía el campo del sujeto activo y se incorpora en el tipo subjetivo un elemento del injusto de naturaleza trascendente". En relación con la letra h) dijo: "Se repite el defecto antes indicado, el contenido de la letra h) que se propone ofrece semejanza con la letra d) del actual art. 60. Aparentemente el nuevo precepto sería más general en cuanto a los agentes que podrían cometerlo, pero se limita su aplicación al exigir que en él concorra un elemento subjetivo del injusto: la finalidad de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida que, como se hizo notar anteriormente, sólo es un objetivo, no es necesario que se concrete". *Delitos en la Legislación de Valores, tipificación de nuevas conductas*. Material sin publicar.

¹⁷ La figura del "tipping", por ejemplo, que es la aplicación y desarrollo jurisprudencial de la regla 10b-5 de la Securities and Exchange Commission de EE.UU.

Banco Central, toda vez que ignoramos su contenido material, es de presumir, por los efectos que ella ha originado, que tal información sí podría calificar como privilegiada.

Suponiendo entonces que tal información es privilegiada, queda claro que ni el aumento de la sanción de multa ni la tipificación de más ilícitos penales originó los incentivos necesarios para desalentar las conductas de utilización indebida de tal información. No sólo en la primera etapa de filtración de la información, sino que también en las sucesivas transacciones que se hicieron con papeles cuyo origen dudoso ya se conocía en el mercado.¹⁸

A la luz de los hechos que originan estas notas, es claro que la mayor cuantía de las multas y la extensión de la represión penal no fue lo suficientemente convincente para desincentivar el tráfico y posterior uso de información privilegiada.

Desde la perspectiva del sujeto activo de las conductas ilícitas, la existencia de más delitos que tipifiquen tales conductas o el aumento de las multas asociadas a la infracción de tales conductas es bastante indiferente. En general, al momento de cometer tales infracciones no se representa la posibilidad de ser descubierto ni menos de que se hará acreedor de la sanción con que tales conductas son reprimidas. En la mayoría de los casos los sujetos activos ni siquiera saben cuál es la sanción por la utilización indebida de información privilegiada.

Para el caso que nos ocupa, en la lógica coasiana la solución eficiente sería facilitar la negociación directa entre las partes involucradas para que éstas alcancen el acuerdo más conveniente para todas ellas. En la hipótesis que comentamos, en donde no hay una determinación precisa de las conductas ilícitas ni de los afectados por tales conductas, ello es prácticamente imposible. En esta hipótesis los "costos de transacción" son muy altos, razón por la cual la solución "eficiente" no se alcanza a través de la negociación entre las partes, sino que requiere la intervención del Estado para atenuar esos costos o para proveer de una estructura regulatoria que desincentive la comisión de tales ilícitos.

La forma como el Estado podría atenuar los costos de transacción sería el precisar con mucha mayor nitidez lo que se entiende por información

¹⁸ Véase nota de prensa que informa sobre investigación del Ministro Villarroel de los retiros de depósitos que hicieron varias empresas y conocidos empresarios de la corredora Inverlink. "Caso Corfo-Inverlink: Varias empresas alcanzaron a retirar dineros antes de que estallara la crisis". www.emol.cl Todo sobre el caso Inverlink.

privilegiada –para que así todos sepan a priori que se está en situación potencial de usarla, sin que ello pase por la opinión discrecional ex post dada por el fiscalizador–; acotar más finamente quiénes son los potenciales sujetos activos de esta conducta;¹⁹ en fin, facilitar el aprovechamiento de los efectos económicos de la sentencia para todos los que se encuentran en la misma posición del demandante.²⁰

En relación con esto último, bien sabemos que muchas veces el perjuicio individual experimentado por cada accionista no es incentivo suficiente para que éste accione judicialmente –principio costo-beneficio–, razón por la cual mantiene una posición pasiva. Pero la suma de todos esos pequeños perjuicios individuales puede ser un incentivo más poderoso para que decida su accionar. En la medida que el sostenedor de la acción pueda beneficiar con la sentencia a todos los que se encuentren en esa posición, se logra una clara disminución de los “costos de transacción”.

Ahora, desde la perspectiva de la autoridad que pretende resguardar el principio de transparencia e igualdad de trato de todos los operadores del mercado de valores al sancionar el uso de información privilegiada, ¿qué resulta más eficiente? ¿Más normas con más descripción de conductas ilícitas o mayor cuantía de las multas para reprimir las mismas conductas?

En la línea del Teorema de Coase, no cabe duda que es más eficiente la opción de las multas altas. Como expresión del principio costo-beneficio queda en evidencia que para la autoridad es menos costoso castigar con multa y no con presidio la infracción de tales ilícitos.

De consiguiente y a modo de conclusión en lo que dice relación con la normativa sobre uso de información privilegiada, creemos nosotros que las últimas reformas a que nos hemos referido fueron en la dirección correcta, salvo en lo relativo a la tipificación de nuevos ilícitos penales. Estimamos necesario, al igual que el profesor Garrido Montt, perfeccionar la redacción de los tipos ya existente, eliminando algunos que se repiten y que confunden al intérprete.

Adicionalmente, estimamos que es más eficiente emplear los recursos del Estado en la profesionalización, tecnificación y especialización de los fiscalizadores –auditores, contadores, peritos tributarios, abogados, ingenieros en informática, etc.–, que importa colocar un énfasis en el monitoreo a los agentes privados y en una actuación ex ante de la autoridad, que

¹⁹ Las expresiones que utiliza el artículo 165 de la LMV no son precisamente manifestación de tal certidumbre. “Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación...”.

²⁰ Lo que en el derecho anglosajón se conoce con el nombre de las “acciones de clase”.



orientar los mismos recursos a la represión penal de los infractores de tales conductas.

Creemos que las disposiciones vigentes son por sí solas suficientes para tutelar los principios de transparencia e igualdad de trato que subyacen en ellas. Estimamos que no es conveniente, a partir del caso que comentamos²¹ y en relación con el uso de la información privilegiada, tipificar nuevos ilícitos penales ni establecer mayores restricciones o regulaciones de las ya existentes. Sí sería aconsejable acotar con mayor precisión el concepto de información privilegiada y los sujetos activos que pudieren hacer uso de ella.

III. Licencias bancarias y barreras de entrada

En una de las últimas reformas sustantivas introducidas a la Ley General de Bancos –las contenidas en la Ley N° 19.528– se modificó el procedimiento de otorgamiento de licencias bancarias y se incrementó el capital mínimo requerido para la constitución de un Banco.²²

El otorgamiento de licencias bancarias se sometió a un procedimiento más objetivo, eliminado la antigua facultad discrecional de que disponía el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras para “rechazar sin expresión de causa” la solicitud de un nuevo banco comercial.²³

Tal facultad se sustituyó por requisitos cuyo cumplimiento deben acreditar los socios fundadores y cuya constatación quedó entregada a la misma autoridad supervisora.

Se trataba, según consta de la historia de la ley, de facilitar el ingreso de nuevos operadores al sistema bancario.

Menor discrecionalidad es garantía de mayor certeza jurídica. Al existir un procedimiento objetivo en donde la facultad del funcionario se agota en la

²¹ No creemos conveniente, como expresión de técnica legislativa, aprobar nuevas leyes o introducir reformas a las ya existentes a partir de un caso específico. Obviamente hay que aprender de la experiencia y perfeccionar las instituciones. Pero la prudencia aconseja esperar a que los hechos se decanten para identificar con precisión si realmente hubo una falla en los marcos regulatorios, o si ello sólo se debió a un mal empleo por el fiscalizador del instrumental legal disponible.

²² Para mayor información véase nuestra obra *Ley General de Bancos*. Editorial Jurídica Conosur, 1998.

²³ El inciso 2º del antiguo artículo 27 disponía: “El prospecto que debe preceder a la formación de la sociedad será calificado previamente por el Superintendente y podrá ser rechazado sin expresión de causa. Lo mismo se aplicará para transformar una sociedad financiera en empresa bancaria”.

constatación del cumplimiento de ciertos requisitos, los agentes económicos saben con precisión si están o no en condiciones de desarrollar la actividad económica. Como contrapartida, al no confiar en el juicio de mérito, criterio o facultad discrecional del mismo funcionario, se acrecienta el riesgo de que ingresen a la actividad elementos no deseados.

De otro lado, también se reformó el artículo 50 de la ley y se aumentó de 400.000 UF a 800.000 UF el capital mínimo para constituir un banco comercial.

Esta mayor exigencia patrimonial era consistente con la liberalización del procedimiento para otorgar nuevas licencias bancarias. Los nuevos operadores debían contar con un elevado nivel de solvencia patrimonial.

Con posterioridad, mediante la Ley N° 19.769, de 7 de noviembre de 2001, se modificó el artículo 51 del D.F.L. N° 3, estableciendo que al tiempo de otorgarse la escritura social de un banco o de autorizarse el funcionamiento de una sucursal de banco extranjero, el capital mínimo deberá estar pagado en un 50%. Adicionalmente se indicó que no existe plazo para enterar el saldo de capital. Esto significa que el banco se puede constituir sólo con 400.000 UF.

De consiguiente, las últimas reformas han rebajado considerablemente las barreras de entrada al negocio bancario, tanto en lo relativo al procedimiento de otorgamiento de licencias como en cuanto a los requerimientos patrimoniales.

Ello obviamente acrecienta el riesgo de que ingresen a la actividad operadores inescrupulosos o con menos trayectoria y experiencia en el tema bancario.

A partir del caso que nos ocupa, en el cual si bien no hay un banco comercial directamente implicado en los hechos que se investigan como parte integrante del grupo empresarial Inverlink, han surgido voces orientadas a revisar la normativa sobre otorgamiento de licencias bancarias.²⁴

En apoyo de esta línea argumental se sostiene que "la experiencia ha demostrado que es necesario dar mayor discrecionalidad en la decisión que tiene la Superintendencia de rechazar una licencia en cierto tipo de casos". Aunque la discrecionalidad debe reponerse, se precisa que "la SBIF

²⁴ Véanse por ejemplo las opiniones de Christian Larrain en "Inverlink y la Supervisión", en *El Diario* de 13 de mayo de 2003, y de doña Antonieta de la Fuente en "Posiciones encontradas frente a discrecionalidad de la SBIF", en *El Diario* de 15 de mayo del mismo año.

debe entregar una opinión fundada de su decisión en términos generales en caso de rechazar una petición para entrar al sistema”.

Creemos nosotros que no es conveniente retroceder en lo que ya se ha avanzado. Si después de mucho se logró establecer un procedimiento objetivo en el otorgamiento de licencias bancarias, no resulta aconsejable, a partir de lo que pudo haber ocurrido,²⁵ entregar herramientas de mayor discrecionalidad a la autoridad supervisora.

Según lo vimos en párrafos anteriores, el crecimiento de la discrecionalidad del funcionario se hace a costa de la certeza jurídica del agente económico. El fortalecimiento de este valor –seguridad jurídica– es uno de los grandes avances que se plasmaron en la institucionalidad económica que recoge el Código Político de 1980. En su momento más de alguna opinión se alzó en contra de la facultad discrecional de la SBIF para denegar sin expresión de causa el otorgamiento de una licencia bancaria, calificándola derechamente como inconstitucional, por ser contraria, entre otros, al numeral 21 del artículo 19.

Adicionalmente más discrecionalidad implica debilitar la nitidez y precisión de las barreras de entrada al sector. Ello importa aumentar los costos de transacción del marco regulatorio, lo que en la lógica coasiana lo tornaría menos eficiente.

Por último, más discrecionalidad importa dejar entregada la competencia en el sector bancario a un criterio muchas veces más político que técnico.

En razón de lo anterior, creemos nosotros que la redacción del actual artículo 28 del D.F.L. N° 3, Ley General de Bancos, es suficiente para evitar el ingreso al sector de elementos no deseados.

La integridad, entendida como una conducta previa intachable, importa también evaluar la probidad de los socios fundadores, en quienes debe concurrir aquella exigencia. De hecho el Diccionario de la Lengua Española utiliza como sinónimo de íntegro la expresión *probo, recto, intachable*. De igual modo, como significado de la expresión probidad señala la voz integridad y honradez en el obrar.

De consiguiente, el instrumental legal actual es suficiente para impedir el acceso al sector de personeros que carezcan de los estándares mínimos de

²⁵ Recordemos que el Grupo Inverlink sólo había anunciado, en el curso del año 2002, que solicitaría una licencia bancaria.

probidad e integridad, sin que sea necesario, en nuestra opinión, introducir mayores márgenes de discrecionalidad para delimitar tales exigencias.

Tampoco estamos de acuerdo con introducir la llamada autorización consolidada para permitir el ingreso de nuevos actores al sistema bancario.

Se entiende por autorización consolidada la aprobación del conjunto de autoridades reguladoras, tanto del sector bancario como del mercado de valores.

Si bien el mercado bancario y de valores presenta importantes grados de relación, comunicación e integración, entendemos que también presenta diferentes niveles de riesgo y diversos costos de entrada, por lo que no se pueden aplicar los mismos estándares o criterios para industrias que no lo son.

Ello importaría traspasar riesgos y costos de un sector a otro, lo que claramente juega en contra del concepto de eficiencia que hemos venido analizando. Además significaría acrecentar los ya elevados costos de entrada al sector, con el consiguiente efecto sobre la competencia.

IV. Facultades del órgano fiscalizador

La Ley N° 19.705 también introdujo importantes modificaciones al D.L. N° 3.538, orgánico de la Superintendencia de Valores y Seguros.²⁶

A las ya abundantes atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros enumeradas en el artículo 4º del citado texto legal, agregó las siguientes:

1. Evacuar los informes que le requieran los fiscales del Ministerio Público que estén dirigiendo investigaciones criminales, siempre que correspondan a materias de la competencia de la Superintendencia y se refieran a información que esté disponible en sus archivos.
2. Fijar las normas para la confección y presentación de las memorias, balances, estados de situación y demás estados financieros de los sujetos fiscalizados y determinar los principios conforme a los cuales deberán llevar su contabilidad. En ausencia de un principio contable nacional para un caso específico, la entidad fiscalizada deberá consultar previamente a la Superintendencia y se estará a las normas generales que ésta determine.

²⁶ Véanse más antecedentes sobre esta reforma en nuestra obra *Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales*. Editorial Lexis Nexis, año 2002, p. 27.

3. Podrá ordenar que se rectifique o corrija el valor en que se encuentran asentadas determinadas partidas de la contabilidad, cuando establezca que dicho valor no se encuentra registrado de acuerdo a normas dictadas por la Superintendencia, o a normas y principios contables de general aceptación. Especialmente, podrá ordenar que se rectifique o corrija el valor en que se encuentran asentadas determinadas partidas de la contabilidad, cuando establezca que dicho valor no corresponda al real, pudiendo además ordenar la reversión de los estados financieros hasta por los últimos 4 años, en la forma que ella determine.
4. Disponer, cuando lo estime conveniente, que los documentos que mantenga en sus registros se archiven en medios distintos al papel, mediante sistemas tecnológicos. Asimismo, autorizar a las entidades fiscalizadas a mantener su documentación en medios distintos al papel. La impresión en papel de los documentos contenidos en los referidos medios tendrá el valor probatorio de instrumento público o privado, según la naturaleza del original.
5. Establecer la forma, plazos y procedimientos para permitir que las instituciones fiscalizadas presenten la información a que se refieren las leyes relativas al mercado de valores y de seguros en su caso, a través de medios magnéticos o de soporte informático o en otras formas que ésta establezca, así como la forma en que dará a conocer el contenido y detalle de la información.
6. Cobrar y percibir los derechos por registro, aprobaciones y certificaciones que establece la presente ley.
7. Estimar el monto de los beneficios, expresado en su equivalente en unidades de fomento, que hayan percibido los infractores al Título XXI de la Ley N° 18.045, señalándolo en la resolución que aplica la sanción. En la estimación de los beneficios, la Superintendencia considerará el precio de mercado promedio ponderado del valor de oferta pública en los 60 días anteriores al de la fecha de las transacciones hechas con información privilegiada.
8. En asuntos civiles, presentar a los tribunales de justicia informes escritos respecto de los hechos que hubiere constatado, los que se apreciarán conforme a las reglas de la sana crítica y se les podrá otorgar el carácter de plena prueba.
9. Proporcionar asistencia técnica y colaborar en la investigación de infracciones a la legislación de valores y seguros, que le soliciten entidades reguladoras o supervisoras extranjeras u organismos internacionales, en

virtud de convenios o memorándum de entendimiento que haya celebrado, para la cooperación técnica, intercambio de información, capacitación y asistencia recíproca, en materias de su competencia.

10. Convenir con otros servicios públicos y organismos del Estado la transferencia electrónica de información para facilitar el cumplimiento de sus funciones. Asimismo y previa resolución fundada del Superintendente, podrá convenir la interconexión electrónica con organismos o instituciones privadas. Del mismo modo, podrá convenir esta interconexión con organismos públicos extranjeros u organizaciones internacionales, con los cuales haya celebrado convenios o memorándum de entendimiento.

De igual modo, según lo vimos en los acápite anteriores, en el ámbito de las facultades sancionadoras, se aumentó el monto de las multas de 1.000 a 5.000 UF, introduciendo otros ajustes menores destinados a facilitar el cobro y pago de las mismas multas.

En nuestra opinión, el conjunto de instrumentos contables, financieros y legales de que dispone la Superintendencia de Valores y Seguros son suficientes para enfrentar, con eficiencia, cualquiera labor de fiscalización.

Frente al caso que nos ocupa, en el que al parecer existió una verdadera asociación ilícita organizada para delinquir, es muy poco el espacio en que puede moverse el fiscalizador. No debemos olvidar que en Estados Unidos de Norteamérica, el mercado más regulado del mundo, ocurrieron los casos de fraude más importantes de que se tenga memoria, como lo son el de Enron, World Com, etc.

Creemos nosotros que la eficiencia en la labor fiscalizadora de la S.V.S. no pasa por un cambio legal, sino que por ajustes internos que privilegien, entre otros aspectos, las inspecciones y auditorías in situ;²⁷ la incorporación de un enfoque de análisis de riesgo y auditoría de procesos que permita revisar los procedimientos que producen los números registrados en las Fecus; mayor precisión y más altos estándares de exigencia para los auditores externos, en términos de controles internos y externos más rigurosos;²⁸ en fin, priorizar la vigilancia sobre aspectos relacionados con la

²⁷ De acuerdo con la opinión de Christian Larraín, la SEC en Estados Unidos efectúa 650 inspecciones in situ sólo a los corredores de bolsa. *El Diario*, 13 de mayo de 2003.

²⁸ En relación con el caso que origina estas notas, empiezan a aparecer las primeras críticas a la labor de los auditores externos de las empresas del Grupo Inverlink. ¿Como los auditores no detectaron la gran cantidad de irregularidades que hoy pesquiza la justicia? Cabe recordar que la desaparición de una de las firmas de auditoría más importante de Estados Unidos se originó por su actuación y posterior responsabilidad en los perjuicios que la debacle financiera de los gigantes caídos originó en muchos pequeños inversionistas.



solvencia de los agentes y analizar sus conductas pasadas como antecedente de comportamientos futuros.

Sin perjuicio de lo anterior, estimamos que la supervisión consolidada, que sí requiere de un ajuste legal, se impone como una necesidad a partir de los hechos que dan cuerpo al caso que comentamos en estas notas.

Como lo explica Christian Larraín,²⁹ el riesgo de contagio existe en el sistema financiero y no es una mera invención de los analistas. Este riesgo se puede originar en problemas aun no habiendo exposición financiera. Las noticias sobre pérdidas en compañías coligadas pueden debilitar la confianza de los inversionistas de otras empresas y someterlas a presión de liquidez. La pérdida de confianza también puede desatarse por causas no financieras, tales como informes sobre el involucramiento del personal gerencial o técnico de una compañía relacionada en negocios ilegales o poco éticos.

De consiguiente, si existe un riesgo de contagio, como por lo demás quedó en evidencia con los primeros hechos que originaron el caso que comentamos, es claro que la supervisión consolidada se impone como una necesidad que contribuirá a hacer más eficiente la labor del fiscalizador.

V. Depósito centralizado de valores

Como se sabe, desde la reforma que experimentó la legislación sobre mercado de capitales en el año 1989, se autorizó la constitución de sociedades que tuvieran como giro exclusivo "recibir en depósito valores de oferta pública del Fisco de Chile, del Banco Central, de la Corfo, de los agentes de valores, los corredores de bolsa, las bolsas de valores, los bancos y sociedades financieras, las administradoras de fondos mutuos, de fondos de pensiones, de fondos de inversión, de compañías de seguros y reaseguros, de fondos de inversión de capital extranjero y de administradoras de fondos para la vivienda y de facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores".

Pueden ser objeto del depósito a que se refiere la ley los valores de oferta pública inscritos en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros, los emitidos por el Banco Central de Chile, por los bancos y sociedades financieras, los que autorice la Superintendencia mediante norma de carácter general y los emitidos o garantizados por el Estado.

²⁹ *El Diario*, 13 de mayo de 2003.

Las sucesivas reformas que ha experimentado la Ley N° 18.876 han ido corrigiendo diversos problemas prácticos que dificultaban la implementación de las instituciones cuya creación se autorizó por la citada ley.

Ello explica que recién el 15 de marzo de 1993 se creara la hasta hoy única empresa de Depósito Central de Valores –DCV– que opera en el país.

Uno de los últimos escollos fue removido recién con la Ley N° 19.705, que perfeccionó los procedimientos destinados a emitir y registrar títulos desmaterializados, esto es, sin un soporte documentario.³⁰

Conforme con las citadas disposiciones y las normas de carácter general que ha venido dictando la S.V.S., en la actualidad es perfectamente posible que todos los instrumentos de oferta pública que circulan en el mercado puedan transferirse mediante simples registros electrónicos realizados por el DCV.

De haber operado en su integridad el sistema habilitado por la ley, lo más probable es que no se hubiera producido un caso como el que comentamos, al menos en lo que dice relación con la circulación de los papeles.

Informes de prensa dan cuenta de cómo los diversos operadores del sistema han ido implementado rápidamente los procedimientos para registrar sus valores en el DCV.³¹

VI. Conclusiones

A partir de los hechos que constituyen el denominado caso Banco Central-Corfo-Inverlink y del análisis de la normativa recientemente modificada, podemos concluir que el caso en cuestión no se originó por un deficiente funcionamiento del marco regulatorio del mercado bancario y de valores, el que en todo caso puede ser perfeccionado con ajustes menores, sino que por la no utilización del instrumental legal disponible y por la entidad de la organización que estructuró, implementó y ejecutó. Ello en razón de que:

1. Los costos de transacción de cualquier negociación privada en el contexto de una disputa legal originada por el uso de información privilegiada son muy altos, razón por la cual ellas no se efectuarían y las partes por su cuenta no serían capaces de resolver los conflictos originados.

³⁰ Véanse más antecedentes en nuestra obra *Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales*, Editorial Lexis Nexis, 2002, en especial las modificaciones introducidas a los artículos 11 y 23.

³¹ Véase WWW.emol.cl. Todo sobre el caso Inverlink.

2. En razón de ello es necesaria la existencia de una estructura normativa que lo regule. El marco regulatorio existente sobre el uso de información privilegiada es eficiente. Sin perjuicio de ello, es posible perfeccionar alguna de las normas indicadas, como por ejemplo, introducir mayor precisión en el concepto de información privilegiada, una mayor determinación de los sujetos activos de la conducta ilícita y la posibilidad de que el sostenedor de una acción participe a todos los otros accionistas que se encuentren en su posición de los beneficios económicos de su accionar, ya que todo ello disminuye los costos de transacción de ese marco regulatorio, mejorando su eficiencia.

3. Es más eficiente privilegiar sanciones de multa y no de presidio a los delitos por uso indebido de información privilegiada.

4. No es eficiente ni estimulará la competencia en el sector bancario introducir mayores grados de discrecionalidad en el otorgamiento de licencias bancarias.

5. Menor discrecionalidad es garantía de mayor certeza jurídica. Al existir un procedimiento objetivo en donde la facultad del funcionario se agota en la constatación del cumplimiento de ciertos requisitos, los agentes económicos saben con precisión si están o no en condiciones de desarrollar la actividad económica.

6. La redacción de la letra b) del actual artículo 28 del D.F.L. N° 3, Ley General de Bancos, es suficiente para evitar el ingreso al sector de elementos no deseados, ya que la integridad, entendida como una conducta previa intachable, importa también evaluar la probidad de los socios fundadores de la entidad en formación, en quienes debe concurrir aquella exigencia.

7. No es eficiente introducir la autorización consolidada en el proceso de otorgamiento de licencias bancarias, ya que ello importaría traspasar riesgos y costos de un sector a otro, lo que claramente juega en contra del concepto de eficiencia al acrecentar los ya elevados costos de entrada al sector, con el consiguiente efecto sobre la competencia.

8. El conjunto de instrumentos contables, financieros y legales de que dispone la Superintendencia de Valores y Seguros son suficientes para enfrentar, con eficiencia, cualquiera labor de fiscalización, por lo que no es aconsejable otorgarle más atribuciones.

9. La mayor eficiencia en la labor fiscalizadora de la S.V.S. no pasa por un cambio legal, sino que por ajustes internos que privilegien, entre otros

aspectos, las inspecciones y auditorías in situ; la incorporación de un enfoque de análisis de riesgo y auditoría de procesos que permita revisar los procedimientos que producen los números registrados en las Fecus; mayor precisión y más altos estándares de exigencia para los auditores externos, en términos de controles internos y externos más rigurosos; el énfasis en la vigilancia sobre aspectos relacionados con la solvencia de los agentes y el análisis de sus conductas pasadas como antecedente de comportamientos futuros.

10. Es eficiente introducir la supervisión consolidada para atenuar el riesgo de contagio en el mercado de capitales.

11. Es eficiente incorporar a todos los agentes de mercado a la transferencia electrónica de fondos.