

LA EXPERIENCIA CHILENA DISUADIENDO ILÍCITOS CORPORATIVOS

THE CHILEAN EXPERIENCE. DETERRING ILLICIT CORPORATE EQUITY MANAGEMENT

*Diego G. Pardow**

Resumen

Este artículo analiza las investigaciones sobre potenciales violaciones a deberes fiduciaros llevadas a cabo por la SVS entre 1990 y 2012. Esta evidencia muestra dos grupos de problemas: por un lado, la SVS ha dejado una parte importante del mercado de valores sin vigilancia; por otro, el nivel de disuasión es bajo y descansa en mecanismos indirectos de sanción. Estos resultados sugieren que las reformas futuras deben fomentar el papel de los agentes privados, tanto en el margen extensivo como en el intensivo. Mientras mejorar el desempeño de la SVS en el margen extensivo debiera mitigar el sesgo de monitoreo que se observa actualmente, las mejoras en el margen intensivo apuntan a incrementar la magnitud del castigo experimentado por quienes infringen la ley.

55

Palabras clave: gobierno corporativo, deberes fiduciaros, fiscalización.

Abstract

This paper analyzes the investigations on potential misconducts conducted by the Chilean public enforcer SVS between 1990 and 2012. The evidence reveals two groups of problems: on the one hand, the SVS has leaved a

* Abogado, Universidad de Chile, magíster en Derecho y estudiante de doctorado en la Universidad de California, Berkeley. Artículo recibido el 8 de junio de 2012 y aceptado para su publicación el 17 de agosto de 2012. Correo electrónico dpardow@berkeley.edu

Este trabajo fue realizado en el marco de mis estudios de doctorado, los que son financiados por la Comisión Nacional de Investigación Científica y Tecnológica de Chile, a través de su programa BecasChile. Agradezco las sugerencias de Osvaldo Lagos y Gonzalo Islas, así como la ayuda de Virgilio Topasio y el grupo de investigación que los referidos profesores dirigen en la Universidad Adolfo Ibáñez. Cualquier error es de mi exclusiva responsabilidad. Favor dirigir comentarios al correo ya mencionado.

substantial region of the market unmonitored; on the other hand, the level of specific deterrence is generally low and relies greatly on indirect mechanisms of punishment. Such results suggest that future reforms should facilitate private enforcement on both the extensive and the intensive margin. Whereas improving the performance of the SVS on the extensive margin should mitigate its monitoring bias, the improvements on the intensive margin are meant to increase the punishment experienced by offenders.

Keywords: Corporate Governance, Fiduciary Duties, Enforcement

El problema... es conseguir que las personas hagan lo correcto, sin que nadie tenga que estarles diciendo lo que tienen que hacer
Hayek (1945) 527

1. Introducción

56

Cada cierto tiempo, en el mercado de valores se producen casos emblemáticos que remecen a la opinión pública. Así como durante los últimos meses las prácticas contables de La Polar han ocupado el centro del debate¹, hace algunos años sucedía lo propio con un conjunto de ilícitos cometidos durante la reestructuración de Schwager², y hace algunos años más con la conducta de los así denominados *gestores clave* durante la toma de control de Enersis³. Un aspecto común en todos estos casos es que han abierto un espacio de reflexión sobre nuestro desempeño institucional⁴.

Tratándose del caso La Polar, buena parte del debate público se encuentra contenido en el informe de la comisión investigadora de la Cámara de Diputados⁵. El documento concluye afirmando la necesidad de incrementar el nivel de disuasión en materia de sociedades anónimas y

¹ Véase, *In re* Alcalde y otros, resoluciones exentas de la SVS, N°s 64 a 87 de 2012, conocido como caso La Polar.

² Véase, *In re* Kravetz y otros, resoluciones exentas de la SVS, N°s 247 a 253 de 2006, conocido como caso Schwager.

³ Véase, *In re* Mackenna y otros, resoluciones exentas de la SVS, N°s 351 a 353 y 371 a 373, todas de 1997, conocido como caso Chispas.

⁴ El caso Chispas gatilló la principal reforma a las leyes sobre sociedades anónimas y mercado de valores, conocida como Ley de OPAS. En tanto y, aunque su importancia es comparativamente menor, los casos posteriores han motivado sucesivas revisiones de la regulación, tanto en el ámbito reglamentario como legislativo. Para una exposición concisa sobre la evolución de la regulación en esta materia, véase Gonzalo ISLAS, "Gobierno corporativo: teoría económica, principios de la OCDE y la ley 20.382", pp. 14-16.

⁵ CÁMARA DE DIPUTADOS, COMISIÓN DE ECONOMÍA, FOMENTO Y DESARROLLO, CONSTITUIDA EN ESPECIAL INVESTIGADORA, *Informe sobre la crisis financiera provocada por las malas prácticas crediticias de la empresa La Polar, 6 de octubre de 2011* ("Informe La Polar").

mercado de valores⁶, esto es, aumentar los costos que debieran enfrentar aquéllos que infringen la ley. Para estos efectos, se propone incrementar la severidad de las sanciones y fortalecer los organismos de fiscalización⁷. Aunque algunas de estas propuestas resultan interesantes, el desafío que enfrenta en la actualidad nuestra regulación es más complejo.

En términos formales, las leyes chilenas cumplen con los estándares usuales en Derecho Comparado, en especial en relación con la severidad de las sanciones. Por su parte, los organismos de fiscalización parecen contar con personal capacitado y un nivel razonable de presupuesto. Una mirada más atenta, sin embargo, revela que nuestra respuesta institucional a casos como La Polar es característicamente monótona, y depende casi en exclusiva de lo que pueda hacer la SVS.

En los países que cuentan con mercados de valores desarrollados, la detección de infracciones descansa en una multiplicidad de mecanismos, muchos de ellos en manos de agentes privados. Así sucede con los analistas financieros, los auditores externos o las instancias de autodenuncia dentro de las propias empresas involucradas. Los organismos de fiscalización son conscientes de las ventajas informativas que tienen este tipo de agentes, y, por ello, no se limitan a recopilar antecedentes públicos acerca de posibles infracciones, sino que administran programas de delación compensada y de recompensa a informantes. Por último, los accionistas y abogados particulares representan un papel decisivo en el castigo a los responsables, mediante acciones derivativas y acciones de clase.

57

Este tipo de respuestas institucionales brillan por su ausencia en Chile, y es ahí donde radican los principales problemas de nuestra regulación. En primer lugar, como todo grupo humano, los organismos públicos tienden a desarrollar hábitos y preferencias consistentes en el tiempo. Cuando los agentes privados se abstienen de proveer información sobre potenciales infracciones, estos hábitos y preferencias tienden a introducir un sesgo en el sistema de fiscalización. En segundo lugar, los organismos públicos

⁶ Existen distintas maneras para referirse a este sector de la regulación. En este trabajo, la denominación sociedades anónimas y mercado de valores se utiliza para referirse a la normativa legal y reglamentaria comprendida dentro del ámbito de aplicación de la ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, y la ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas. El Informe La Polar se extiende también sobre otros aspectos, como sucede con el sistema financiero, cuya regulación está comprendida, en lo principal, en la Ley General de Bancos. Aunque estos aspectos no son abordados en este trabajo, un análisis exhaustivo de las posibles fallas de la regulación financiera fue desarrollado recientemente por un grupo de expertos convocados por el Ministerio de Hacienda, conocido como Comisión Desormeaux. Véase MINISTERIO HACIENDA, *Informe Comisión de Reforma a la Supervisión y Regulación Financiera*, 7 de abril de 2011.

⁷ Informe La Polar, pp. 202-205.

enfrentan incentivos adversos y restricciones institucionales para fijar las multas buscando un nivel óptimo de disuasión. En contraste, los accionistas y abogados privados son muy sensibles a la magnitud del recupero, de modo que su pasividad erosiona la capacidad disuasiva de las sanciones.

Este artículo busca ilustrar los problemas de nuestra regulación analizando las investigaciones sobre potenciales violaciones a deberes fiduciaros llevadas a cabo por la SVS entre 1990 y 2012. Para estos efectos, la próxima sección revisa el objetivo de políticas públicas que debieran perseguir las sanciones en este ámbito del Derecho, así como la situación en que se encuentra Chile desde una perspectiva comparada. A continuación, se describe la muestra de casos incluida en este estudio y la metodología utilizada para construirla. Las siguientes secciones discuten con mayor detalle dos tendencias problemáticas: primero, la SVS muestra un sesgo hacia sociedades con un controlador comparativamente más débil y, segundo, las víctimas tienden a permanecer pasivas y las multas son fijadas mediante una valoración en abstracto acerca de la gravedad de la conducta. Por último, la sección final sintetiza la conclusiones.

2. Una red de zanahorias y garrotes

58

La principal conclusión a la que arribó la Cámara de Diputados luego de investigar los hechos relacionados con el caso La Polar, es que resulta necesario incrementar los costos que enfrentan quienes cometen infracciones en materia de sociedades anónimas y mercado de valores⁸. Detrás de este diagnóstico subyace un marco conceptual que concibe a las sanciones como un costo, cuya función es generar un nivel de disuasión donde el castigo esperado por el infractor excede a las ganancias asociadas a la comisión del ilícito⁹. El castigo esperado, por su parte, depende tanto de la magnitud de la sanción como de la probabilidad con la que dicha sanción es efectivamente impuesta¹⁰.

⁸ Informe La Polar, p. 202, N° 2.

⁹ Este marco conceptual es en general conocido como la Teoría del Precio Relativo. Conforme a ella, una infracción reporta beneficios a quien la comete y gatilla una serie de costos o consecuencias negativas representadas por el castigo. De este modo, los potenciales infractores elegirían abstenerse de cometer un ilícito únicamente cuando los beneficios son menores que los costos. Véase, Gary Stanley BECKER, "Crime and Punishment: An Economic Approach", pp. 176-179.

¹⁰ George J. STIGLER, "The Optimum Enforcement of Laws", pp. 527-529. Desde los célebres estudios de Gary Becker y George Stigler, la literatura ha desarrollado numerosas maneras de aproximarse al castigo esperado. Para una introducción a este concepto y las

Desde esta perspectiva, las recomendaciones del Informe La Polar resultan razonables. Acentuar la severidad de las sanciones aumentaría la magnitud individual del castigo, mientras que fortalecer los organismos de fiscalización debiera incrementar la frecuencia con que se castiga a los responsables. Más aún, la literatura en Derecho Comparado pareciera apoyar esta intuición, pues existe abundante evidencia empírica acreditando que la fortaleza del organismo fiscalizador y la severidad de las sanciones están positivamente relacionadas con el tamaño y profundidad del mercado de valores¹¹.

Una mirada más atenta a esta evidencia, sin embargo, revela que el espacio para mejorar en los términos propuestos por el Informe La Polar es bastante limitado. Como se muestra en la tabla N° 1, al analizar los índices con los que se mide la calidad de la regulación sobre sociedades anónimas y mercado de valores, Chile se encuentra en un nivel de desarrollo notable en relación con los países con los que se suele comparar nuestro desempeño institucional. No sólo estaríamos en una posición sustancialmente mejor que nuestros vecinos en Latinoamérica sino que los resultados parecieran situarnos por encima de algunas economías desarrolladas, como Francia, Japón o Alemania.

Tratándose de los órganos de fiscalización, el nivel de presupuesto y dotación de personal de la SVS únicamente es superado por sus homólogos de Estados Unidos y el Reino Unido¹². La cercanía con estos países es digna de remarcarse, ya que su modelo regulatorio constituye el principal ejemplo a imitar en este ámbito del Derecho¹³. Respecto de los

59

distintas maneras de formalizarlo, Robert COOTER & Thomas ULEN, *Law & Economics*, pp. 485-518.

¹¹ Véase Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES & Andrei SHLEIFER, "The Economic Consequences of Legal Origins", pp. 291-298, para una revisión concisa de la literatura sobre esta materia. Aunque un análisis detallado sobre la metodología utilizada en estos estudios atentaría contra la extensión de este artículo, algunos aspectos son discutidos más adelante.

¹² El presupuesto de los organismos de fiscalización es comparado en términos relativos, esto es, dividiendo el presupuesto anual del organismo por el Producto Interno Bruto del país respectivo. Del mismo modo, la dotación de personal es obtenida dividiendo el número de funcionarios por la población del país en millones de habitantes. Véase Mark ROE & Howell JACKSON, "Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence", pp. 211-212. En la tabla N° 1 ambos índices se presentan en una escala de 0 a 1, luego de ser normalizados tomando el mayor valor de la muestra. La justificación para ello es que facilita la comparación con los restantes índices, cuya escala original es de 0 a 1. Por otra parte, los datos sobre Chile fueron obtenidos a través de un procedimiento de extrapolación, por lo que resulta más apropiado entenderlos en términos relativos.

¹³ Henry HANSMANN & Reinier KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", quienes sostienen que el actual modelo seguido por Estados Unidos y el Reino Unido

estándares normativos, el margen para mejorar pareciera ser mayor, tanto en términos de los niveles publicidad como de los deberes exigidos a los agentes que participan en el mercado de valores¹⁴. Con todo, en materia de sanciones Chile ocupa el primer lugar dentro de la muestra junto a Alemania, España y Estados Unidos.

Panel A
El estándar en Derecho Comparado

Figura 1
Detección de fraudes corporativos en Estados Unidos
(1996-2004)

PRIMERA ETAPA (0-10 meses)	SEGUNDA ETAPA (10-20 meses)	TERCERA ETAPA (20-30 meses)
Autodenuncia	Organismos públicos	Demandas privadas
• Directorio (6,4%)	• SEC (3,9%)	• Abogados (1,7%)
• Gerencia (25,8%)	• Otros (10,9%)	• Accionistas (2,2%)
Agentes del mercado	Mecanismos internos	Mecanismos externos
• Analistas (9,1%)	• Auditores (9,1%)	• Empleados (13,0%)
• Venta-en-corto (4,3%)	• Otros (4,3%)	• Prensa (9,1%)

60

Este diagrama sistematiza la información contenida en Luigi Zingales¹⁵, presentando a los distintos agentes involucrados en la detección de fraudes corporativos en Estados Unidos, agrupados en tres etapas sucesivas de acuerdo con el tiempo promedio que toma a cada agente detectar el fraude. Las etapas corresponden al tiempo que toma la detección del fraude y los porcentajes a la participación de cada agente en el total de detecciones. La muestra corresponde a doscientos treinta casos de fraudes corporativos ocurridos en Estados Unidos entre 1996 y 2004.

representa el punto más alto en la evolución de la regulación sobre sociedades anónimas y mercado de valores.

¹⁴ El nivel de publicidad se compara a través de un índice cuya escala es de 0 a 1, dentro de la cual se mide el tipo de información exigida a los emisores de valores. Lo mismo sucede con los índices sobre la extensión de los deberes y la severidad de las sanciones. En el primero, las variables que recogen el estándar de prueba exigido en cada país para perseguir la responsabilidad civil de directores y gerentes, intermediarios de valores y auditores externos. En el segundo, el objetivo es medir la magnitud de las sanciones criminales y multas administrativas asociadas con una infracción a los deberes referidos en el índice anterior. Para construir estos índices, los autores elaboraron una serie de cuestionarios que fueron respondidos por un abogado especialista en esa área dentro de cada país. Véase Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER, "What works in securities laws?", pp. 6-11.

¹⁵ Luigi ZINGALES, Alexander DYCK & Adair MORSE, "Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?", pp. 53-55, tablas N°s 2 y 4.

Tabla N° 1
Índices sobre regulación del mercado de valores
(2006-2009)

País	Órgano fiscalizador		Estándares Normativos			Promedio
	Personal	Presupuesto	Publicidad	Deberes	Sanciones	
Estados Unidos	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50	0,90
Reino Unido	0,80	0,97	0,83	0,66	0,42	0,74
Chile	0,42	0,79	0,58	0,33	0,50	0,52
España	0,36	0,36	0,50	0,66	0,50	0,48
Francia	0,25	0,35	0,75	0,22	0,33	0,38
Japón	0,18	0,19	0,75	0,66	0,10	0,36
Brasil	0,11	0,38	0,25	0,33	0,33	0,28
Alemania	0,19	0,16	0,42	0,11	0,50	0,27
Argentina	0,15	0,19	0,50	0,22	0,17	0,25

Esta tabla muestra los índices utilizados en Derecho Comparado para analizar la regulación sobre el mercado de valores. La muestra corresponde a una selección de los países con los que suele compararse a Chile en términos de desempeño institucional. Los datos relativos al órgano fiscalizador son tomados de Mark Roe y Howell Jackson¹⁶, y se presentan en una escala de 0 a 1 luego de ser normalizados utilizando el valor máximo de la muestra. Los datos relativos a los estándares normativos son tomados de Rafael La Porta¹⁷, y se presentan en su escala original de 0 a 1. El promedio corresponde a la media aritmética de los valores anteriores.

61

Para explicar esta divergencia entre el diagnóstico de la Cámara de Diputados y los instrumentos de medición utilizados en Derecho Comparado, es necesario introducir algunas herramientas analíticas adicionales. En términos generales, el sistema de fiscalización está sujeto a dos tipos de errores:

- el Error Tipo I, cuando alguien inocente es considerado como culpable (*falso-positivo*) y
- el Error Tipo II, cuando alguien culpable es considerado como inocente (*falso-negativo*)¹⁸.

Ahora bien, para efectos de corregir estos errores es posible distinguir dos ámbitos diferentes de actuación. Mientras en el *margen extensivo* el propósito consiste en disminuir la frecuencia del error, en el *intensivo* se trata de reducir su magnitud individual¹⁹.

¹⁶ ROE & JACKSON, *op. cit.*, pp. 214-215, tabla N° 2.

¹⁷ LA PORTA *et al.*, "What works...", *op. cit.*, pp. 15-16, tabla N° 2.

¹⁸ MITCHELL POLINSKY & STEVEN SHAVELL, "The Economic Theory of Public Enforcement of Law", pp. 60-62. Para una revisión de estas ideas en el marco del Derecho de la Libre Competencia en Chile, SANTIAGO MONTT, "El Tribunal de Defensa de la Libre Competencia como ente regulador del comercio: una mirada desde las políticas públicas", pp. 10-11.

¹⁹ Como se aprecia, dentro del marco conceptual referido al comienzo de esta sección, el margen extensivo actúa sobre la probabilidad con que el castigo es efectivamente impuesto

Respecto del *margen extensivo*, los instrumentos de medición utilizados en Derecho Comparado muestran un panorama incompleto. Efectivamente, el nivel de recursos de la SVS parece adecuado con relación al que tienen organismos similares en otros países. No obstante, lo que distingue a los modelos de regulación más exitosos es su capacidad de lograr que los distintos agentes que participan en el mercado de valores se involucren en la detección de infracciones²⁰. Ello no sólo involucra establecer deberes específicos para estos agentes y fiscalizar su cumplimiento sino, también, incluir incentivos positivos, como sucede con los programas de delación compensada y de recompensa a informantes²¹.

Según se muestra en la figura N° 1, en Estados Unidos cerca de la mitad de los casos son detectados de manera temprana, ya sea por la propia empresa involucrada como por intermedio de profesionales que están siempre en contacto con el flujo de información del mercado de valores²². Enseguida, un cuarto de las infracciones superan este primer filtro y son detectadas posteriormente por los mecanismos de fiscalización más tradicionales, correspondiendo un 15% a organismos públicos y cerca del 10% a auditores externos²³. Por último, el cuarto de casos restante incluye demandas privadas, denuncias de empleados y casos descubiertos a través de la prensa.

62 Algo similar ocurre en relación con el *margen intensivo*, donde los índices sobre estándares normativos ocultan las dificultades procesales que

y el margen intensivo se relaciona con su severidad. Con todo, entender la fiscalización como un problema de clasificación, permite racionalizar las imperfecciones del sistema. Véase William M. LANDES & Richard A. POSNER, "The Private Enforcement of Law", pp. 26-29.

²⁰ La literatura se refiere a este proceso como la *descentralización* del sistema de fiscalización, cuya principal ventaja consiste en utilizar agentes privados que poseen un mejor acceso a la información sobre la comisión de ilícitos. Véase Charles SCHULTZE, *The Public Use of Private Interest*, pp. 6-15.

²¹ Véase Reinier KRAAKMAN, Henry HANSMANN, Paul DAVIES, Gérard HERTIG, Klaus HOPT, Hideki KANDA & Edward ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, pp. 35-54.

²² Los datos que se discuten en los párrafos siguientes corresponden a un estudio de doscientos treinta casos de fraudes corporativos ocurridos en Estados Unidos entre 1996 y 2004, realizado por Luigi Zingales, Alexander Dick y Adair Morse. Bajo la categoría de fraudes corporativos se incluyen distintos ilícitos donde, al igual que sucedió con Chispas, Schwager o La Polar, los directivos de la sociedad ocultaron información a los accionistas y al mercado. Véase ZINGALES *et al.*, *op. cit.*, pp. 7-9.

²³ En Estados Unidos la supervigilancia del mercado de valores recae en varios organismos. Además de la SEC, la CFTC también tiene competencia general en estas materias, mientras que el Departamento de Justicia fiscaliza a ciertos sectores donde las compañías reciben subsidios públicos. A su vez, la categoría "otros mecanismos de control interno" incluye, entre otros, a bancos de inversión, representantes de tenedores de bonos, compradores y proveedores estratégicos.

supone una demanda privada sobre estas materias en Chile. Nuevamente, la pasividad de los agentes privados implica centralizar en la SVS no sólo la responsabilidad de detectar las infracciones sino, también, la de reprimirlas con un castigo apropiado. Ello contrasta con lo que sucede en la mayoría de los países que cuentan con un mercado de valores robusto, donde buena parte de los costos asociados a la comisión de un ilícito provienen de demandas presentadas por los accionistas o de acciones de clase promovidas por abogados particulares²⁴. En definitiva, fomentar la participación de quienes ocupan la posición de víctima en este tipo de ilícitos es un asunto decisivo porque permite que la magnitud del castigo se acerque a un nivel óptimo²⁵.

3. Casos investigados por la SVS

Con el objetivo de evaluar las posibles deficiencias de nuestra regulación, a continuación se analizan las investigaciones realizadas por la SVS sobre potenciales infracciones a los deberes fiduciarios de los directores y gerentes de sociedades anónimas²⁶. La muestra fue construida principalmente a través de búsquedas en la base de datos de la SVS, donde se recopilan las sanciones impuestas por este organismo. Esta base de datos, sin embargo, sólo incluye casos ocurridos con posterioridad al año 2000, por lo que para la década comprendida entre 1990 y 2000 se revisaron los índices de la *Revista de Valores*²⁷.

63

²⁴ Sin duda, tanto los organismos públicos como los inversionistas institucionales representan un papel importante, especialmente en casos en los que la existencia de seguros de responsabilidad civil permitiría mitigar el efecto disuasivo de una sentencia de condena, Brian CHEFFINS & Bernard BLACK, "Outside Director Liability Across Countries", pp. 1475-1480. No obstante, fuera del ámbito de cobertura de dichos seguros, existe un grupo relevante de infracciones dentro del cual son los particulares quienes se encargan de perseguir a los responsables. Véase John C. COFFEE, "Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation", pp. 1539-1545 y Kenneth DAVIS, "The Forgotten Derivative Suit", pp. 450-451.

²⁵ Gary Stanley BECKER & George Joseph STIGLER, "Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers", pp. 5-7.

²⁶ En este ámbito del Derecho, se utiliza la denominación deberes fiduciarios para designar los deberes de *cuidado*, *lealtad* e *información* que tienen los directores y gerentes. Los deberes de *cuidado* establecen ciertos parámetros de prudencia con los que se deben manejar los negocios de la empresa. Enseguida, los deberes de *lealtad* regulan las situaciones donde existe un conflicto entre los intereses de la compañía y los de sus administradores. Por último, los deberes de *información* regulan la manera en que directores y gerentes deben rendir cuenta de su gestión. Sobre los aspectos dogmáticos de esta clasificación, véase Diego G. PARDOW, "Potestades de administración y deberes fiduciarios".

²⁷ La búsqueda inicial arrojó dos mil seiscientos treinta y una resoluciones que la propia SVS clasifica como sanciones. Atendido que el sujeto pasivo de los deberes

El procedimiento descrito en el párrafo anterior permitió identificar nueve casos²⁸, a los cuales se agregaron otros tres que aparecen en estudios previos sobre esta materia y donde la SVS decidió abstenerse de formular cargos²⁹. Según se muestra en la tabla N° 2, un primer aspecto llamativo es que dentro de los veintidós años incluidos en la muestra, únicamente aparecen doce investigaciones de la SVS sobre esta materia. Aunque es posible que existan otros casos, en especial tratándose de situaciones donde nunca hayan llegado a formularse cargos, el reducido número de investigaciones resulta consistente con la carga de trabajo de la SVS³⁰.

Tratándose de la distribución temporal de los casos, la muestra también resulta consistente con el diagnóstico de la literatura. Entre 1997 y 2001, la mayoría de los casos se relacionan con infracciones a deberes de lealtad durante procesos de tomas de control. Esta primera tendencia puede explicarse a partir de la coincidencia temporal entre el fin del ciclo económico del programa de privatizaciones de la década de 1980, y el

64

fiduciarios es una persona natural, de ese grupo fueron descartadas mil veinticinco resoluciones que sancionan a una persona jurídica. También fueron descartadas setecientas treinta resoluciones que establecen sanciones de censura y consisten en infracciones formales en la entrega de información. Por último, se descartaron seiscientos noventa y ocho resoluciones correspondientes a materias como recursos administrativos, suspensiones en la cotización de valores y eliminaciones de los registros de la SVS. Respecto de las ciento setenta y ocho resoluciones restantes, se analizó cualitativamente si correspondían a infracciones a deberes fiduciarios y se las agrupó en los casos que se detallan más adelante.

²⁸ Además de Chispas, Schwager y La Polar, se identificaron los siguientes casos: *In re* Bacigalupo y otros, resolución exenta de la SVS, N° 316 de 1997, conocido como Campos; *In re* Diéguez y otro, resoluciones exentas de la SVS, N° 572 de 2004 y 489 de 2005, conocido como ESSBIO; *In re* Codner y otros, resoluciones exentas de la SVS N° 854 a 861 de 2009, conocido como FASA e *In re* Iglesias y otros, resolución exenta de la SVS, N° 545 de 2011, conocido como Pehuenche. Por último, se identificaron dos casos, donde el conflicto fue resuelto a través de un pronunciamiento sobre la operación: oficio ordinario de la SVS, N° 2207 de 3 de marzo de 2005, conocido como París, y oficios ordinarios de la SVS, N° 2827 de 18 de febrero de 2010 y N° 3209 de 26 de febrero de 2010, conocido como CAP.

²⁹ Previo a la formulación de cargos, la ausencia de un registro formal impide identificar este tipo de casos de manera sistemática. Los que no fueron identificados durante la primera búsqueda corresponden a dos investigaciones relacionadas con Telefónica Chile, en particular con sus filiales de internet (Terra) y telefonía móvil (Móvil), así como la investigación que involucró a la SQM. El primer caso es analizado por Roberto DÍAZ, *La regulación de los conflictos de interés de los directores como una medida de protección a los accionistas minoritarios en la sociedad anónima*, pp. 99-105, mientras que los dos siguientes son analizados por Fernando LEFORT y Teodoro WIGODSKI, *Una mirada al gobierno corporativo en Chile: casos emblemáticos*, pp. 55-96.

³⁰ Un análisis de las dos mil seiscientos treinta y una resoluciones de la SVS incluidas en la muestra original, refleja que la entrega tardía de balances, memorias e información financiera en general, así como la fiscalización a compañías de seguros, consumiría cerca del 80% de los recursos de fiscalización de este organismo.

vacío regulatorio que vino a llenar la Ley de OPAS³¹. Con posterioridad a esa fecha, el tipo de caso más frecuente que ha enfrentado la SVS se relaciona con los conflictos de intereses en las operaciones entre empresas relacionadas. Nuevamente, esta tendencia concuerda con la idea de que en un mercado de valores como el chileno, cuya característica principal es la concentración de la propiedad accionaria, la principal fuente de conflicto debiera ser las relaciones matriz-filial³².

Panel B:
Casos investigados por la SVS
(1990–2012)

Tabla 2
Descripción de los casos investigados

Caso	Año	Tipo de ilícito	Operación	Detección	Multa (USD M)
Chispas	1997	Deberes de lealtad	Toma de control	SVS	\$ 72.546,6
Campos	1998	Deberes de lealtad	Toma de control	Prensa	\$ 22,7
Terra	2000	Deberes de lealtad	Matriz-filial	Prensa	–
SQM	2001	Deberes de lealtad	Toma de control	SVS	–
ESSBIO	2002	Deberes de lealtad	Matriz-filial	SVS	\$ 330,1
Móvil	2004	Deberes de lealtad	Matriz-filial	Prensa	–
SCH	2005	Deberes de informar	Giro ordinario	Prensa	\$ 1.514,6
París	2006	Deberes de lealtad	Toma de control	Prensa	–
FASA	2009	Deberes de cuidado	Giro ordinario	SVS	\$ 211,1
CAP	2010	Deberes de lealtad	Matriz-filial	Prensa	–
PCH	2011	Deberes de lealtad	Matriz-filial	Denuncia	\$ 90,5
La Polar	2012	Deberes de informar	Giro ordinario	Denuncia	\$ 2.508,1

65

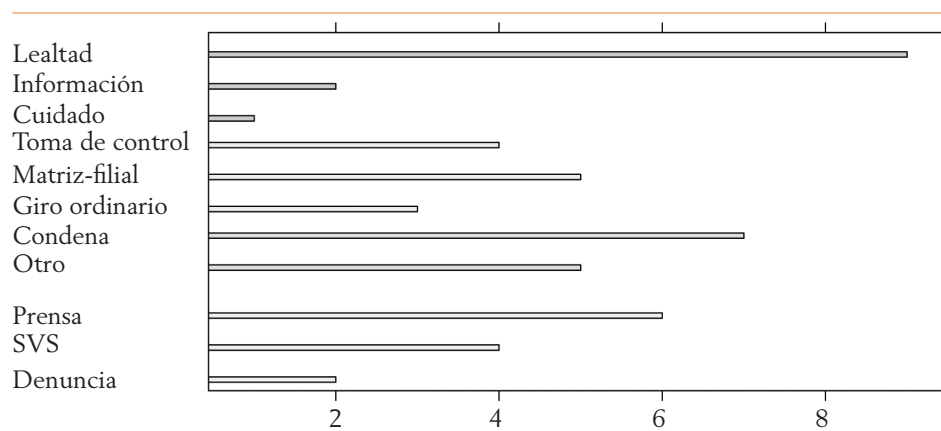
Esta tabla resume los casos investigados por la SVS entre 1990 y 2012, debido a potenciales violaciones a los deberes fiduciarios de los directores y gerentes. Las

³¹ ISLAS, *op. cit.*, pp. 15-16. Las tres empresas involucradas en estos casos –ENERSIS, IANSA y SQM– fueron estatales donde la gerencia incumbente mantuvo un porcentaje importante de propiedad sobre la compañía, véase Dominique HACHETTE, “Privatizaciones: reforma estructural pero inconclusa”, pp. 121-125. Como observan LEFORT y WIGODSKI, *op. cit.*, estas empresas cumplieron un ciclo inicial de crecimiento, y hacia el final de la década de 1990 requerían de un socio estratégico que aportara el capital necesario para seguir creciendo.

³² Véase Simon JOHNSON, Rafael PORTA, Florencio LÓPEZ-DE SILANES & Andrés SHLEIFER, “Tunnelling”, pp. 10-12. El mercado de valores chileno se caracteriza por una alta capitalización de mercado y un volumen bajo. Su capitalización representa cerca de un 85% del PIB y el volumen fluctúa entre un 7,5% y 10%. Aunque esas cantidades se han mantenido en rangos similares durante los últimos veinte años, desde 1997 la emisión de acciones ha disminuido y el deslistamiento de compañías aumentado. De este modo, el *free float* es actualmente cercano al 14% en promedio. Véase Fernando LEFORT and Eduard WALKER, “Chilean Financial Markets and Corporate Structure”, pp. 285-287.

cantidades incluidas en la última columna están expresadas en miles de dólares. Para la confección de esta tabla se utilizó la información contenida en los expedientes respectivos, así como en el análisis de los casos realizado por Agostin y Pasten, Pfeffer, Rodríguez, Ried, Lefort y Wigodski, Díaz, Núñez y Pardow, Dougnac, Lagos y Gaspar³³.

Figura 2:
Tendencias comunes y frecuencia de casos



Esta figura muestra gráficamente la información contenida en la tabla anterior. El eje vertical incluye las características de los casos, agrupadas conforme a las categorías utilizadas en la tabla N° 2. Cada barra representa una característica, mientras que los colores representan las categorías. El eje horizontal incluye el número de casos que presenta la característica respectiva.

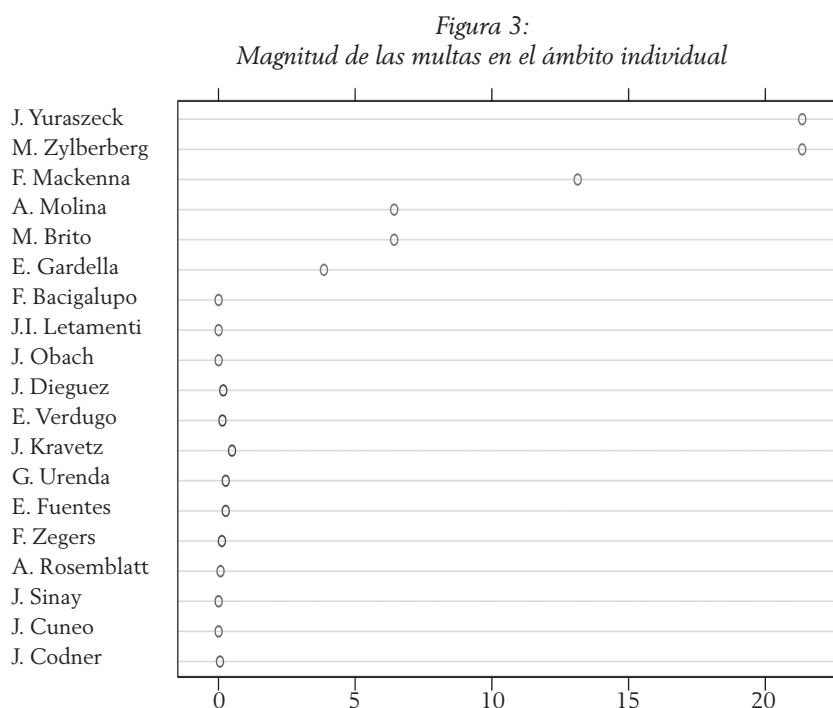
66

En relación con nuestro desempeño institucional, el análisis de los casos evidencia dos grupos de problemas. Respecto del margen *extensivo*, el grado de centralización del sistema de fiscalización resulta preocupante. Según se muestra en la figura N° 2, existen dos casos de denuncias forma-

³³ Manuel AGOSIN y Ernesto PASTEN, "Corporate Governance in Chile"; Francisco PFEFFER, "El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la superintendencia de valores y seguros en el contexto del denominado 'caso Chispas'"; Pablo RODRÍGUEZ, "La sentencia del caso Chispas. Un error judicial"; José Miguel RIED, "El caso Almacenes París, algunas consideraciones en torno al concepto de oferta pública de valores"; LEFORT y WIGODSKI, *op. cit.*; DÍAZ, *op. cit.*; David NÚÑEZ y Diego G. PARDOW, "¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa"; Clemente DOUGNAC, "Potestad sancionadora de la Superintendencia de Valores y Seguros, persecución penal en la Ley de Mercado de Valores chilena y el principio de non bis in idem"; Osvaldo LAGOS, "El daño imputable al accionista o al director infractores como límite a la responsabilidad civil en conflictos de sociedades cotizadas"; José Antonio GASPAS, "Extensión de la obligación de diligencia y cuidado de los directores de sociedades anónimas: comentario a resoluciones exentas de la SVS N° 854 a 861 de 2009" y José Antonio GASPAS, "Motivación de la solicitud de accionistas para citar a junta de accionistas: comentario a oficios ordinarios de la SVS N° 2827 de 18 de febrero de 2010 y N° 3209 de 26 de febrero de 2010".

les de particulares y seis corresponden a reportajes aparecidos de manera previa al inicio de una investigación por parte de la SVS³⁴. Los cuatro casos restantes se refieren a investigaciones iniciadas de manera proactiva por este organismo³⁵. Más allá de las dificultades para establecer una cadena causal clara entre estas fuentes de información, es claro que gran parte de los mecanismos de detección referidos en la sección anterior están ausentes.

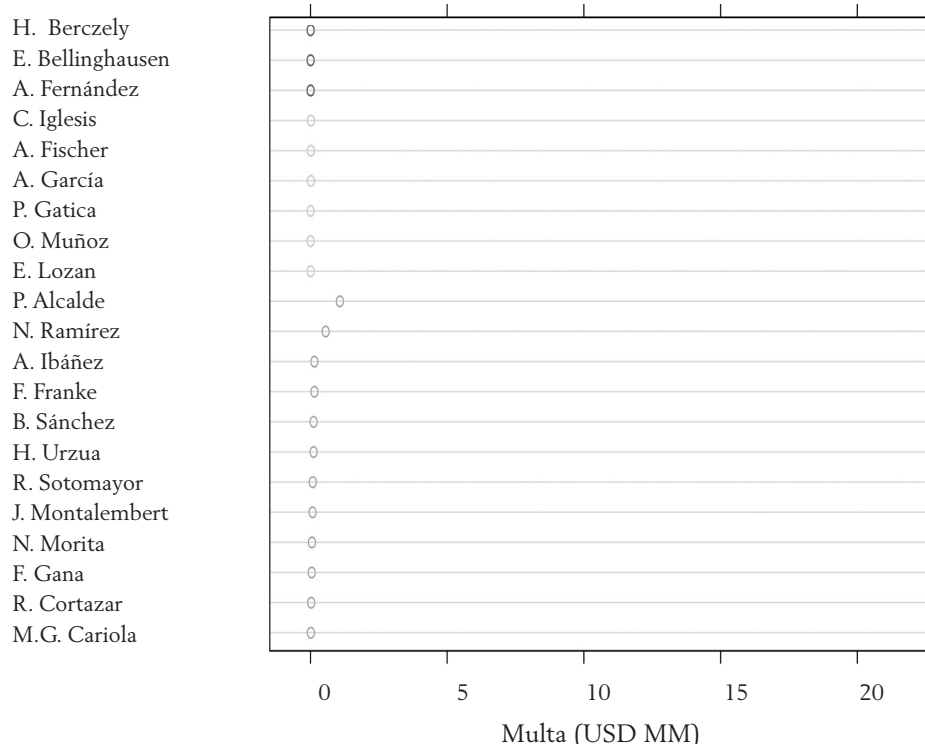
Panel B:
Casos investigados por la SVS
(Cont.)



67

³⁴ Para efectos de identificar quién detectó el potencial ilícito se utilizó el procedimiento descrito por ZINGALES *et al.*, *op. cit.*, pp. 11-13, consistente en construir una línea de tiempo para cada caso y realizar un análisis cualitativo de los primeros antecedentes disponibles. Mientras en Pehuenche la propia resolución de la SVS consigna que la investigación comenzó a solicitud de Asesorías e Inversiones Ilihue S.A., en La Polar habría sido una serie de cartas del abogado Andrés Sepúlveda lo que habría gatillado la detección de los ilícitos. Véase Informe La Polar, p. 196.

³⁵ En ESSBIO la propia SVS consigna en sus resoluciones que el caso fue detectado de forma interna, mientras que en Chispas y SQM la SVS habría reparado en la infracción a partir de información proporcionada por la SEC. Véase FRANCISCO PARISI & GUILLERMO YÁÑEZ, "The Deal of the Century in Chile Endesa España's Takeover of Enersis", p. 106 y LEFORT y WIGODSKI, *op. cit.*, p. 66. Por último, si bien es cierto que en FASA el acuerdo con la Fiscalía Nacional Económica había sido extensamente cubierto por la prensa, la SVS fue la primera en reparar acerca de las infracciones cometidas durante su proceso de aprobación.



68

Esta figura muestra la magnitud de las multas impuestas por la SVS, desagregadas en el ámbito individual. El eje vertical incluye a los individuos sancionados, agrupados conforme a los casos referidos en la tabla anterior. El eje horizontal incluye la magnitud de la multa en millones de dólares, según el valor de la UTM y el dólar observado al momento de la sentencia. Cada punto representa la multa impuesta a cada individuo sancionado, mientras que los colores representan los casos, ordenados cronológicamente.

En este sentido, en los casos más recientes la SVS adoptó la decisión de perseguir la responsabilidad de directores independientes y auditores externos, lo que pareciera apuntar en la dirección correcta. Sin embargo, las principales fuentes de detección en Estados Unidos corresponden a autodenuncias por parte de las propias empresas involucradas y a denuncias realizadas de manera independiente por sus trabajadores. La importancia de ambos grupos, por su parte, refleja la capacidad del sistema de fiscalización estadounidense para utilizar otro tipo herramientas, como sucede con los programas de delación compensada y de recompensa a informantes.

Tratándose del margen *intensivo*, el panorama es igualmente preocupante. Como se muestra en la figura N° 3, Chispas sigue siendo con distancia el caso más importante. Con excepción de Jacobo Kravetz y Pablo Alcalde, ninguna de las multas posteriores supera el millón de dólares. Bajo

estas circunstancias, resulta fundamental evaluar la capacidad de nuestra regulación para facilitar la intervención de las víctimas de los ilícitos.

En CAP y París la SVS se pronunció sobre la operación antes de que fuera ejecutada y con ello parece haber agotado la controversia³⁶. Por su parte, en Terra, SQM y Móvil la intervención de inversionistas institucionales habría permitido que la distintas partes involucradas alcanzaran un acuerdo³⁷. Por último, en ESSBIO existe evidencia de una transacción con los accionistas minoritarios³⁸. En la mitad restante de los casos, sin embargo, el escaso éxito de las víctimas ha dejado en evidencia un conjunto de problemas en nuestras instituciones procesales³⁹.

En definitiva, la SVS realiza menos de una investigación al año sobre estas materias y gran parte de los mecanismos de detección utilizados en otros países brillan por su ausencia. Por otra parte, la mayoría de las multas impuestas por la SVS son inferiores al millón de dólares, y salvo en instancias extrajudiciales, la capacidad de las víctimas para perseguir a los responsables es limitada. En las secciones siguientes se profundiza el análisis de ambos problemas, junto con evaluar posibles objeciones al enfoque propuesto en este trabajo.

4. El margen extensivo

69

El problema acerca de cuántas fuentes de información deben alimentar un sistema de fiscalización es, en el fondo, una dificultad de diversificación de portafolio. La cantidad de infracciones detectadas por el sistema, al igual que el retorno de una cartera de inversión, depende de la complementariedad de sus distintos componentes. Ello no sólo se manifiesta en el hecho de que las fuentes de información actúen de manera sucesiva,

³⁶ Véase RIED, *op. cit.*, pp. 154-158 y GASPAS, "Motivación...", *op. cit.*, pp. 371-372.

³⁷ LEFORT y WIGODSKI, *op. cit.*, pp. 71-76 & 93-95 y DÍAZ, *op. cit.*, pp. 104-105. Con relación a la función que han cumplido los inversionistas institucionales fuera de los casos referidos, Augusto IGLESIAS, "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile", pp. 115-130.

³⁸ La transacción fue comunicada como hecho esencial el 6 de julio de 2011 y sus aspectos más importantes aparecen en la Ficha Codificada Uniforme de 13 de noviembre de 2011, p. 108.

³⁹ Con relación a la jurisdicción civil, las reglas sobre legitimación activa y distribución de costas dificultan financiar litigios que típicamente involucran un gran número de afectados –NÚÑEZ y PARDOW, *op. cit.*, pp. 273-277–, mientras que las exigencias probatorias relacionadas con la imputabilidad del daño resultan en exceso rígidas –LAGOS, *op. cit.*, pp. 717-719–. Respecto de la jurisdicción penal, la existencia de sanciones administrativas previas plantea un problema de doble persecución –DOUGNAC, *op. cit.*, pp. 8-11–.

una después de la otra, sino, también, en el tipo de casos que detectan. Así, por ejemplo, en Estados Unidos la SEC pareciera enfocarse en compañías de menor tamaño, mientras que los abogados particulares tienden a demandar a empresas relativamente más grandes⁴⁰.

En términos generales, todo grupo humano desarrolla preferencias consistentes cuando tienen que realizar una tarea de manera sostenida en el tiempo. En un sistema de fiscalización descentralizado, las preferencias de monitoreo que tenga un mecanismo en particular, pueden ser corregidas y complementadas por las de los restantes mecanismos. Al contrario, centralizar la detección de infracciones en un grupo limitado de fuentes de información implica que sus preferencias de monitoreo pueden sesgar el sistema de fiscalización, dejando una parte importante del mercado de valores sin vigilancia.

Conforme a lo expuesto en la sección anterior, las investigaciones de la SVS revelan que nuestro sistema de fiscalización efectivamente descansa en un grupo limitado de fuentes de información. Lamentablemente, como el número de casos incluidos en la muestra es pequeño, los métodos con los que suele evaluarse la existencia de un sesgo en el sistema de fiscalización resultan difíciles de aplicar⁴¹. No obstante, una revisión de las características del mercado de valores permite aproximarse a este problema desde una perspectiva cualitativa.

70

La literatura destaca que en el mercado chileno existen tres tipos de compañías⁴²:

⁴⁰ James D. COX, Randall S. THOMAS y Dana KIKU, "SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry", pp. 777-779. La explicación para esta diferencia de comportamiento radicaría en que un organismo público, pero cupado de maximizar la probabilidad de condena, debiera preferir adversarios con menores recursos para invertir en su defensa judicial. En contraste, los abogados particulares reciben un porcentaje del recupero, y por ello, preferirían enfocarse en empresas relativamente más grandes. Una tendencia similar han observado Robert BOWEN, Andrew CALL & Shiva RAJGOPAL, "Whistle-Blowing: Target Firm Characteristics and Economic Consequences", pp. 1250-1253, respecto de los trabajadores que denuncian infracciones dentro del ámbito de aplicación de los programas de recompensa a informantes.

⁴¹ En particular, los estudios referidos en la nota anterior utilizan regresiones para determinar las preferencias de monitoreo de los mecanismos que actúan en la detección de ilícitos. Como todo método basado en la observación de frecuencias, la regresión requiere de una muestra significativamente más numerosa que la utilizada en este estudio. Véase James D. COX, Randall S. THOMAS & Dana KIKU, "Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed Since ENRON", pp. 895-897.

⁴² Véase Nicolás MAJLUF, Nureya ABARCA, Darío RODRÍGUEZ & Luis FUENTES, "Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups", pp. 112-113 y Fernando LEFORT & Edwards WALKER, "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance", pp. 5-16

- Están los *conglomerados*, quienes tienen un portafolio diversificado de actividades y cuyo controlador cuenta con cerca de un 60% de la participación accionaria.
- Los MBO, cuyo aspecto característico es concentrar sus actividades de negocios en un sector determinado y ser gobernadas a través de mecanismos comparativamente más débiles⁴³.
- Las *multinacionales*, en este caso el esquema de control es similar al de los conglomerados, siendo controladas con dos tercios o más de la propiedad accionaria. Con todo, su perfil de negocios es similar al de las MBO, toda vez que sus actividades se concentran en un sector en particular.

Dentro de esta clasificación, los conglomerados son el tipo de compañía más importante en Chile. Excluyendo al sector financiero, cerca de un 70% de las empresas pertenecen a esta categoría, y colectivamente son dueñas de un 90% del total de los activos reflejados en el mercado de valores⁴⁴. En este sentido, considerando que su gobierno corporativo se construye alrededor de un controlador fuerte, dos de los principales autores en esta materia concluyen que el desafío prioritario de nuestra regulación es lidiar con el problema de agencia *horizontal* en este tipo de compañías⁴⁵.

Sin embargo, los casos investigados por la SVS cuentan una historia diferente. Como se muestra en la tabla N° 3, ninguna de las empresas investigadas pertenecía a un conglomerado: ocho de ellas corresponden a MBO y tres a multinacionales, una de las cuales fue investigada en dos oportunidades. En particular, resulta llamativo que en la mayoría de las sociedades investigadas exista un controlador mucho más débil o que

71

⁴³ Históricamente, este grupo estaba compuesto por empresas públicas que fueron privatizadas mediante *management buyouts* o MBO, donde la gerencia incumbente y los trabajadores adquirieron cerca de un tercio de las acciones –Gérard ROLAND, “Corporate Governance and Restructuring: Lessons from Transition Economies”, pp. 341-343–. Sin embargo, durante los últimos veinte años varias sociedades en el ámbito de la venta al detalle han financiado sus planes de expansión a través de ofertas públicas de valores, a consecuencia de lo cual ocuparon una posición similar al de las MBO originales.

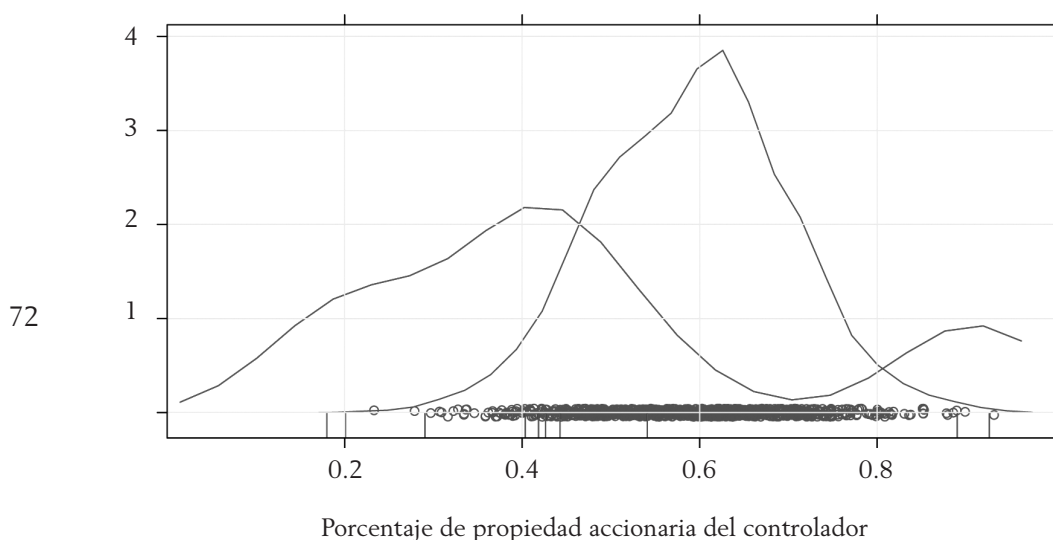
⁴⁴ LEFORT y WALKER, “Ownership...”, *op. cit.*, pp. 15-18.

⁴⁵ Fernando LEFORT & Eduard WALKER, “Do Markets Penalize Agency Conflicts Between Controlling and Minority Shareholders? Evidence from Chile”, pp. 311-312. Ello, por oposición al problema de agencia vertical entre la administración de la compañía y sus accionistas, el que suele encontrarse en mercados de valores con mayores niveles de dispersión. Véase KRAAKMAN *et al.*, *op. cit.*, pp. 35-37 y Stephen M., BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, pp. 1-16. Para una aproximación a este tópico desde el Derecho chileno, Diego G. PARDOW, “La desgracia de lo ajeno”, pp. 595-600 y Enrique ALCALDE, *La sociedad anónima: autonomía privada, interés social y conflictos de interés*, pp. 25-32.

no exista un controlador. Más aún, el número de acciones en manos de accionistas no controladores, así como la separación entre propiedad y control dentro del grupo investigado, sugeriría que el tipo de caso más frecuente en nuestro sistema de fiscalización se relaciona con el problema de agencia *vertical*, esto es, exactamente lo contrario de lo que cabría esperar teniendo en cuenta las características del mercado⁴⁶.

Panel C:
El sesgo de fiscalización de la SVS

Figura 4
Distribución de la participación del controlador en Chile



Esta figura muestra la distribución de la propiedad accionaria del controlador en Chile. La línea roja representa a las sociedades investigadas por la SVS entre 1990 y 2012. La línea azul representa una muestra aleatoria de las sociedades incluidas en el IPSA durante un periodo similar. La información sobre la participación del controlador fue obtenida de la base de datos de la SVS. En aquellos casos donde la sociedad informó que carecía de controlador, el cálculo se realizó sumando las participaciones de los tres mayores accionistas.

⁴⁶ El porcentaje de propiedad corresponde a la fracción de utilidades efectiva, una vez descontado el efecto de sociedades *holding* aguas arriba. El porcentaje de control corresponde a la fracción de votos en la junta de accionistas. La metodología utilizada es la descrita en LEFORT & WALKER, "Ownership...", *op. cit.*, pp. 8-12.

Tabla 3:
Perfil de las sociedades investigadas por la SVS
(1990-2012)

Caso	Perfil	Grupo investigado propiedad control		Instituciones	Minoritarios	Otros
Chispas	MBO	5,95%	29,04%	40,93%	27,07%	2,96%
Campos	MBO	1,11%	42,63%	35,13%	18,95%	3,19%
SQM	MBO	2,30%	20,09%	53,24%	0,18%	26,49%
ESSBIO	Multinacional	55,03%	55,03%	0,001%	3,42%	41,55%
CTC	Multinacional	44,27%	44,27%	33,76%	21,97%	–
SCH	MBO	41,84%	41,84%	42,49%	19,86%	1,15%
FASA	MBO	27,93%	40,35%	5,93%	30,85%	24,06%
CAP	MBO	5,04%	54,11%	14,65%	31,24%	22,79%
PCH	Multinacional	92,65%	92,65%	1,10%	3,35%	2,91%
La Polar	MBO	0,08%	0,08%	55,12%	44,88%	–

Esta tabla resume el perfil de negocios y la participación accionaria de las sociedades investigadas por la SVS. Los datos fueron obtenidos de las memorias anuales de cada sociedad, correspondientes a la fecha de inicio de la investigación de la SVS. El perfil de negocios fue determinado con la metodología indicada por Nicolás Majluf y Fernando Lefort y Eduard Walker⁴⁷.

Para discutir estas ideas en términos continuos, consideremos que la muestra de casos utilizada en este estudio es, en definitiva, una del mercado de valores en su conjunto. De este modo, si nuestro sistema de fiscalización careciera de un sesgo, los datos deberían reproducir las características generales del mercado. La figura N° 4 ilustra este ejercicio, comparando la propiedad del controlador en los casos investigados por la SVS y en una muestra efectivamente aleatoria de las empresas que componen el IPSA⁴⁸. En términos de la participación del controlador, esta muestra es unimodal y básicamente simétrica. En contraste, la muestra de casos investigados por la SVS es bimodal y asimétrica.

73

⁴⁷ MAJLUF *et al.*, *op. cit.*, pp. 112-113 y LEFORT & WALKER, “Ownership...”, *op. cit.*, pp. 4-6.

⁴⁸ Para construir esta muestra, se utilizó una base de datos con el registro de los doce mayores accionistas de las sociedades fiscalizadas por la SVS, para el período comprendido entre marzo de 2001 y septiembre de 2011. La base de datos me fue entregada por la SVS en respuesta a una solicitud fundada en la Ley de Transparencia –oficio electrónico de la SVS N° 27250 de 19 de octubre de 2011–. En ella se identificaron a las cuarenta empresas incluidas en el IPSA utilizando su RUT, y luego se eligieron de manera aleatoria y sin reemplazo diez trimestres para cada empresa. En los casos donde la sociedad informó quien era su controlador, se consideró esa participación accionaria. En aquellos casos donde la sociedad informó que carecía de controlador, el cálculo se realizó sumando las participaciones de los tres mayores accionistas.

De este modo, aunque el reducido número de casos impide utilizar procedimientos estadísticos, en términos cualitativos la existencia de un sesgo parece evidente. Ciertamente, una mente suspicaz podría intentar una explicación en términos políticos⁴⁹. Sin embargo, determinar la plausibilidad de una eventual captura del regulador excede con creces los límites de la evidencia recolectada en este trabajo. Un aspecto mucho más importante a destacar es que, cualquiera sea su explicación, si dicho sesgo refleja las preferencias consistentes de las fuentes de información que alimentan a nuestro sistema, un aumento en los recursos de la SVS sería incapaz de corregir el problema.

5. *El margen intensivo*

74

El segundo aspecto que revela el análisis de las investigaciones de la SVS es que la mayoría de las multas son relativamente bajas y la capacidad de las víctimas para intervenir en el proceso es limitada. Desde una perspectiva económica, ambos problemas están relacionados. Las víctimas tienen incentivos superiores para perseguir un nivel óptimo de castigo, en especial en ámbitos donde los organismos públicos también están legitimados para perseguir una sanción de manera simultánea⁵⁰. Al final del día, son las víctimas las que sufren el daño y, por tanto, su situación patrimonial futura depende directamente de lo que puedan recuperar en el juicio. En contraste, en los organismos públicos siempre es un tercero quien evalúa su desempeño, por lo que su comportamiento depende de la capacidad de ese tercero para determinar la relación entre el esfuerzo desplegado y el resultado obtenido⁵¹.

De acuerdo con lo expuesto al inicio de este trabajo, para que un director o gerente se sienta compelido a cumplir con sus deberes fiduciarios, el castigo esperado debe ser superior a las ganancias derivadas de una infracción. Este marco conceptual plantea un conjunto de dificultades metodológicas⁵². Sin embargo, una manera sencilla de evitarlas consiste

⁴⁹ Los conglomerados no sólo representan a las compañías más grandes y estables del país sino, también, a familias tradicionales de empresarios con fuertes conexiones políticas. Véase, por ejemplo, Hugo FAZIO, *La transnacionalización de la economía chilena: mapa de la extrema riqueza al año 2000* y María Oivia, MONCKEBERG, *El saqueo de los grupos económicos al Estado chileno*.

⁵⁰ Véase LANDES & POSNER, *op. cit.*, pp. 16-24.

⁵¹ Susan ROSE-ACKERMAN, "Reforming Public Bureaucracy through Economic Incentives?", p. 140.

⁵² Para empezar, estimar el castigo esperado por las personas investigadas por la SVS, exigiría determinar cuál era la probabilidad conjunta de detección y condena. Ello no

en centrar el análisis únicamente en las ganancias obtenidas por los infractores y la magnitud del castigo que experimentaron de modo efectivo. El cociente entre ambas cantidades ofrece información suficiente para discutir, tanto el nivel general de disuasión, como la importancia relativa de las multas impuestas por la SVS.

En la tabla N° 4 se muestran los resultados obtenidos con este enfoque. Las ganancias derivadas del ilícito son consideradas como un flujo de caja positivo para el infractor, mientras que las cantidades entre paréntesis son consideradas como un costo o flujo de caja negativo. Esta información también se presenta resumida en dos cocientes: el cociente “multa” corresponde a la estimación de las ganancias ilícitas dividida por la magnitud de la multa, mientras que el “total” también corresponde a las ganancias ilícitas, pero en esta ocasión divididas por la suma de los distintos costos que habrían enfrentado los infractores a consecuencia del litigio⁵³.

La estimación de las ganancias exigió reducir el número de casos en la muestra y desagregarlos en el ámbito individual⁵⁴. Como resultado quedaron veintidós procesos sancionatorios, seis de los cuales corresponden a Pehuenche y comprenden situaciones idénticas entre los distintos

solamente envuelve un ejercicio contrafáctico sino que supone discutir la plausibilidad de una serie de supuestos sobre la aversión al riesgo y la capacidad cognitiva de los involucrados. Una discusión más detallada sobre estos tópicos puede encontrarse en el intercambio de ideas entre Richard A. POSNER, “Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law” y Christine JOLLS, Robert SUNSTEIN & Richard THALER, “A Behavioral Approach to Law and Economics”.

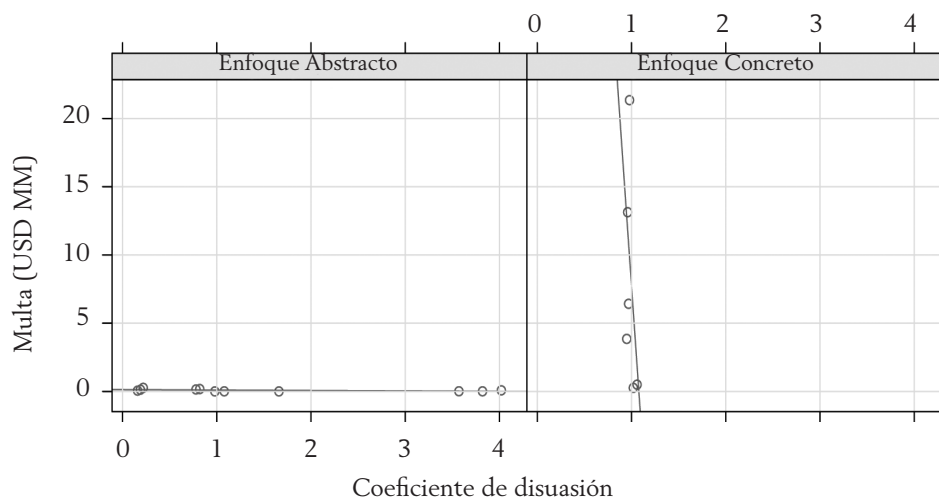
⁵³ El primer elemento de esta suma corresponde a los costos de litigio, que fue estimado extrapolando los datos del estudio UNIVERSIDAD DE CHILE, FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS, *Estudio aranceles Defensoría Penal Pública de Chile*. La extrapolación se funda en que los aranceles de la Defensoría Penal Pública son estimados considerando la duración esperada de un juicio penal, la cual sería alrededor de cinco veces inferior a la de un juicio civil –José Francisco GARCÍA y Francisco Javier LETURIA, “Justicia civil: diagnóstico, evidencia empírica y lineamientos para una reforma”, p. 351, n. 13–. El mismo procedimiento se utilizó para valorar las multas y juicios relacionados, obtenidos a partir de búsquedas en la base de datos del Poder Judicial utilizando el RUT de los involucrados. Los resultados fueron dos multas sobre infracciones a la regulación sobre hechos esenciales en Chispas, quince demandas de accionistas concentradas en Chispas, Campos y Schwager, así como un juicio criminal en Schwager y dos procesos de arbitraje en FASA y Pehuenche. Finalmente, se consideró si las consecuencias del ilícito fueron mitigadas y si los acusados fueron removidos de su cargo en la compañía –Roberta ROMANO, “The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?”, pp. 70-83.

⁵⁴ En particular, se descartaron aquellos casos donde no se aplicaron sanciones o, bien, la ilicitud de la conducta se encontraba pendiente de resolución ante los tribunales. En razón de lo primero fueron descartados íntegramente Terra, SQM, Móvil, París y CAP. En razón de lo segundo se descartó La Polar, así como ciertas resoluciones en FASA y Schwager.

sancionados⁵⁵. Con relación a los procesos sancionatorios vinculados a Chispas y Campos, las ganancias fueron determinadas tomando en cuenta la cantidad de dinero recibida por los infractores durante el proceso de toma de control, y descontando el valor de mercado del activo subyacente⁵⁶. Tratándose de las sanciones en Schwager, la infracción comprendía la venta de valores con información privilegiada, y por ello, la estimación se realizó determinando los retornos anormales con un estudio de eventos.

Panel D:
Estimando el retorno de los ilícitos

Figura 5
Enfoque sancionatorio y nivel de disuasión



Esta figura muestra la relación entre el tipo de enfoque sancionatorio, la magnitud de las multas (eje vertical) y el nivel de disuasión generado (eje horizontal). Cada punto representa a un individuo sancionado y la línea de tendencia fue estimada con una

⁵⁵ En este caso, la infracción se refería al precio de transferencia en un contrato de suministro entre Pehuenche y su sociedad matriz. Ninguno de los directores sancionados tenía una participación relevante en estas sociedades. No obstante, considerando que actuaban simultáneamente como directores de la empresa filial y gerentes de la empresa matriz, y que ninguno de ellos fue despedido como consecuencia de la multa impuesta por la SVS, se consideró como ganancia ilícita las remuneraciones recibidas en calidad de directores. Esos valores se estimaron siguiendo el mismo procedimiento utilizado para valorar el costo de una remoción, esto es, considerando una anualidad de cinco años y según el promedio de las remuneraciones consignadas en la memoria anual para el período correspondiente. Véase supra, n. 50.

⁵⁶ Atendido que en ambos casos se transfirió un paquete de acciones inferior al necesario para adquirir el control, su valor se determinó según la cotización bursátil para el período correspondiente. Véase NÚÑEZ y PARDOW, *op. cit.*, pp. 257-266.

regresión lineal simple. En la derecha aparecen los casos resueltos con un enfoque abstracto y en la izquierda los resueltos con uno concreto.

Tabla 4
Nivel de disuasión alcanzado por la SVS

Caso	Acusado	Ganancia (USD M)	Multa (USD M)	Otros (USD M)	Cuocientes Multa Total
Chispas	Fernando Mackenna	\$59.027,0	\$(13.138,1)	\$(48.528,1)	4,49 0,96
Chispas	José Yuraszeck	\$95.918,9	\$(21.349,4)	\$(76.584,2)	4,49 0,98
Chispas	Marcos Zylberberg	\$95.918,9	\$(21.349,4)	\$(76.515,4)	4,49 0,98
Chispas	Eduardo Gardella	\$17.708,1	\$(3.856,1)	\$(14.77,2)	4,59 0,95
Chispas	Arsenio Molina	\$29.513,5	\$(6.426,9)	\$(25.360,1)	4,59 0,97
Chispas	Marcelo Brito	\$29.513,5	\$(6.426,9)	\$(25.360,1)	4,59 0,97
Campos	Félix Bacigalupo	\$ 397,0	\$(11,4)	\$(354,9)	34,82 1,08
Campos	José I. Letamenti	\$ 397,0	\$(5,7)	\$(233,5)	69,65 1,66
Campos	Juan Obach	\$ 397,0	\$(5,7)	\$(401,3)	69,65 0,98
ESSBIO	Juan Dieguez	\$ 856,8	\$(180,1)	\$(870,6)	4,76 0,82
ESSBIO	Eduardo Verdugo	\$ 316,4	\$(150,1)	\$(253,9)	2,11 0,78
SCH	Jacobo Kravetz	\$ 1.730,1	\$(501,4)	\$(1.132,2)	3,45 1,06
SCH	Gabriel Urenda	\$ 298,8	\$(267,4)	\$(26,7)	1,12 1,02
SCH	Francisco Zegers	\$ 45,3	\$(133,7)	\$(108,4)	0,34 0,19
FASA	Alejandro Rosemblatt	\$ 515,0	\$(83,7)	\$(44,2)	6,15 4,03
FASA	Jose Codner	\$ 386,3	\$(62,8)	\$(2.406,0)	6,15 0,16
PCH	Claudio Iglesias y otros	\$ 233,9	\$(17,2)	\$(48,2)	13,60 3,58

77

Esta tabla presenta una estimación del nivel de disuasión en casos sobre deberes de lealtad. Para ello se utilizó la información de los expedientes respectivos, así como el análisis realizado por Fernando Lefort y Teodoro Wigodski, David Nuñez y Diego Pardow, Clemente Dougnac y Osvaldo Lagos⁵⁷.

En ESSBIO la infracción consistió en un *tunneling* vertical, donde la propia SVS observó que el prestador del servicio realizó una serie de pagos a la sociedad matriz, a cambio de la adjudicación de un conjunto de contratos por parte de ESSBIO cuyo precio excedía los valores de mercado. Por último, en FASA también fue la propia SVS quien observó el conflicto de intereses que tenían el gerente general y el presidente del directorio al momento de aprobar el acuerdo con la Fiscalía Nacional Económica, ya que ambos podrían haber sido condenados de manera solidaria por las autoridades de Libre Competencia. En ambos casos, ésta fue la información utilizada para estimar las ganancias ilícitas⁵⁸.

⁵⁷ LEFORT y WIGODSKI, *op. cit.*; NUÑEZ y PARDOW, *op. cit.*; DOUGNAC, *op. cit.* y LAGOS, "El daño...", *op. cit.*

⁵⁸ Con relación a FASA, se consideró como una ganancia ilícita la disminución en la exposición al riesgo de ser sancionado por las autoridades de Libre Competencia. Para

Este enfoque contrasta con lo que hizo la SVS, quien pese a observar estas circunstancias, sólo las utilizó como un argumento adicional acerca de la gravedad de la infracción. Lo mismo sucedió en Campos y Pehuenche, pese a observar que la existencia de un conflicto de interés era plausible, la SVS decidió enfocarse en infracciones formales respecto del procedimiento de aprobación en el directorio y valorar la multa conforme a una apreciación en *abstracto* acerca de la gravedad de la infracción. Al contrario, en Chispas y Schwager la SVS realizó un análisis similar al aquí propuesto, determinando la multa conforme a una valoración en *concreto* de las ganancias obtenidas por los infractores.

78 Según se muestra en la figura N° 5, esta diferencia de enfoque tiene una influencia decisiva en el nivel de disuasión obtenido. En las sanciones valoradas usando un enfoque abstracto, el cociente total varía de manera significativa, con valores entre 0,16 y 4,03. Por su parte, la magnitud de las multas contribuye relativamente poco para lograr ese nivel de disuasión, lo que se ilustra en la sección izquierda de la figura mediante una línea de tendencia plana. Al contrario, en las sanciones donde se adoptó un enfoque concreto, el cociente de disuasión tiende a ser menos variable y la contribución de la multa mayor. En consecuencia, el nivel de disuasión y la magnitud de la multa demuestran una correlación negativa, lo que se ilustra en la sección derecha de la figura mediante una línea de tendencia decreciente.

Al igual que con la sección anterior, la evidencia presentada podría interpretarse como una crítica más severa a nuestro sistema de fiscalización. En particular, un cociente superior o cercano a la unidad implicaría que la reincidencia es una opción racional, con independencia de la probabilidad de detección y castigo. Sin embargo, la muestra de casos es incluso más pequeña y las estimaciones están lejos de ser exactas. Antes que una evaluación de estas cantidades en términos absolutos, lo interesante es la conexión entre el enfoque sancionatorio y el resultado obtenido. En la mayoría de los casos, la SVS adoptó un enfoque abstracto y la variación en los niveles de disuasión refleja el problema de incentivos que destaca la literatura. En contraste, cuando la SVS se comportó de manera similar a una víctima, esto es, realizando una valoración en concreto de las ganancias asociadas al ilícito, los resultados fueron sustancialmente mejores.

ello, la multa solicitada por la Fiscalía Nacional Económica se multiplicó por la frecuencia histórica con la que se ha hecho efectiva la responsabilidad solidaria de directores y gerentes, utilizando la base de datos electrónica del Tribunal de la Libre Competencia. La frecuencia obtenida fue similar tanto para casos de colusión de precios (7,69%), como para la generalidad de los casos resueltos en esa sede (7,28%).

6. Conclusiones

El informe de la Cámara de Diputados acerca del caso La Polar concluye que nuestra regulación sobre sociedades anónimas y mercado de valores debe aumentar su nivel de disuasión, para lo cual propone fortalecer los mecanismos de fiscalización y aumentar la severidad de las sanciones. A la luz de las investigaciones de la SVS en casos sobre infracciones a los deberes fiduciarios, el diagnóstico resulta acertado. Sin embargo, los mecanismos propuestos no parecen apuntar en la dirección correcta.

El éxito de un sistema de fiscalización no descansa sólo en la fortaleza de sus órganos de fiscalización o en la severidad nominal de sus sanciones. En el margen extensivo, el sistema de fiscalización debe lograr que los distintos agentes que participan en el mercado de valores se involucren en la detección de infracciones. Aumentar los recursos de la SVS podría contribuir a lograr este objetivo, pero únicamente si estos nuevos recursos son utilizados con ingenio. En este sentido, el Derecho Comparado muestra que los programas de delación compensada y de recompensa a informantes pueden cumplir un papel importante.

En el margen intensivo, un incremento en la severidad nominal de las sanciones no es garantía de mayor disuasión, en particular si las multas continúan siendo determinadas con una valoración en abstracto acerca de la gravedad de la conducta. La SVS podría mejorar su desempeño valorando, en concreto, las ganancias asociadas a la comisión del ilícito. No obstante, es difícil que los organismos públicos puedan sustituir el papel de las víctimas, por lo que seguirá siendo necesario mejorar las reglas sobre acciones derivativas y acciones de clase.

79

Bibliografía

- AGOSIN, Manuel y Ernesto Pasten, "Corporate Governance in Chile", en *Documento de Trabajo*, N° 209, Santiago, Banco Central de Chile, 2003.
- ALCALDE, Enrique, *La sociedad anónima: autonomía privada, interés social y conflictos de interés*, Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 2007.
- BAINBRIDGE, Stephen M., *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2008.
- BECKER, Gary Stanley, "Crime and Punishment: An Economic Approach", in *Journal of Political Economy*, vol. 76, N° 2, Chicago, 1968.
- BECKER, Gary Stanley & George Joseph STIGLER, "Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers", in *Journal of Legal Studies*, vol. 3, ciudad, 1974.

- BOWEN, Robert, Andrew CALL & Shiva RAJGOPAL, “Whistle-Blowing: Target Firm Characteristics and Economic Consequences”, in *The Accounting Review*, vol. 85, N° 4, Washington, 2010.
- CÁMARA DE DIPUTADOS, COMISIÓN DE ECONOMÍA, FOMENTO Y DESARROLLO, CONSTITUIDA EN ESPECIAL INVESTIGADORA, *Informe sobre la crisis financiera provocada por las malas prácticas crediticias de la empresa La Polar, 6 de octubre de 2011*. (Informe La Polar).
- COFFEE, John C., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation”, in *Columbia Law Review*, vol. 106, New York, 2006.
- COOTER, Robert, & Thomas ULEN, *Law & Economics*, Boston, Addison-Wesley, 2011.
- COX, James D., Randall S. THOMAS & Dana KIKU, “SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry”, in *Duke Law Journal*, vol. 53, N° 2, Durham, 2003.
- COX, James D., Randall S. THOMAS & Dana KIKU, “Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed Since ENRON”, in *Notre Dame Law Review*, N° 80, Notre Dame, Indiana, 2004.
- CHEFFINS, Brian & Bernard BLACK, “Outside Director Liability Across Countries”, in *Texas Law Review*, vol. 84, Austin, Texas, 2006.
- DAVIS, Kenneth B., “The Forgotten Derivative Suit”, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 61, Vanderbilt, Texas, 2008.
- DÍAZ, Roberto, *La regulación de los conflictos de interés de los directores como una medida de protección a los accionistas minoritarios en la sociedad anónima*, tesis de magister, Santiago, Universidad de Chile, 2009.
- DOUGNAC, Clemente, “Potestad sancionadora de la Superintendencia de Valores y Seguros, persecución penal en la Ley de Mercado de Valores chilena y el principio de non bis in idem”, en *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, N° 32, Madrid, 2011.
- FAZIO, Hugo, *La transnacionalización de la economía chilena: mapa de la extrema riqueza al año 2000*, Santiago, LOM Ediciones, 2000.
- GARCÍA, José Francisco y Francisco Javier LETURIA, “Justicia civil: diagnóstico, evidencia empírica y lineamientos para una reforma”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 33, N° 2, Santiago, 2006.
- GASPAR, José Antonio, “Extensión de la obligación de diligencia y cuidado de los directores de sociedades anónimas: comentario a resoluciones exentas de la SVS N°s 854 a 861 de 2009”, en *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 16, Santiago, julio 2011.
- GASPAR, José Antonio, “Motivación de la solicitud de accionistas para citar a junta de accionistas: comentario a oficios ordinarios de la SVS N° 2827 de 18 de febrero de 2010 y N° 3209 de 26 de febrero de 2010”, en *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 16, Santiago, julio 2011.
- HACHETTE, Dominique, “Privatizaciones: reforma estructural pero inconclusa”, en Felipe LARRAÍN y Rodrigo VERGARA (eds.), *La transformación económica de Chile*, Santiago, Centro de Estudios Públicos, 2000.

- HANSMANN, Henry & Reinier KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", in *Georgetown Law Journal*, vol. 89, Wahington, 2000.
- HAYEK, Federick, "The Use of Knowledge in Society", in *The American Economic Review*, vol. 35, N° 4, ciudad, 1945.
- IGLESIAS, Augusto, "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile", in *Revista ABANTE*, vol. 3, N° 1, Santiago, 2000.
- ISLAS, Gonzalo, "Gobierno corporativo: teoría económica, principios de la OCDE y la ley 20.382", en Javier WILENMANN (ed.), *Gobiernos corporativos: aspectos esenciales de las reformas a su regulación*, Santiago, Legal Publishing, 2011.
- JOHNSON, Simon, Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE SILANES & Andrés SHLEIFER, "Tunnelling", in *Working Paper*, N° 7523, ciudad, National Bureau of Economic Research, 2000.
- JOLLS, Christine, Robert SUNSTEIN & Richard THALER, "A Behavioral Approach to Law and Economics", in *Stanford Law Review*, vol. ?, Stanford, 1998.
- KRAAKMAN, Reinier, Henry HANSMANN, Paul DAVIES, Gérard HERTIG, Klaus HOPT, Hideki KANDA & Eduardo ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2ª ed., Oxford, Oxford University Press, 2009.
- LAGOS, Osvaldo, "El daño imputable al accionista o al director infractores como límite a la responsabilidad civil en conflictos de sociedades cotizadas", en *Estudios Derecho Civil*, N° 4, Santiago, 2011.
- LANDES, William M. & Richard A. POSNER, "The Private Enforcement of Law", in *Journal of Legal Studies*, vol. 4, N° 1, Chicago, 1975.
- LA PORTA, Rafael, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrés SHLEIFER, "The Economic Consequences of Legal Origins", in *Journal of Economic Literature*, vol. 46, N° 2, ciudad, 2008.
- LA PORTA, Rafael, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES y Andrés SHLEIFER, "What works in securities laws?", in *The Journal of Finance*, vol. 61, N° 1, ciudad, 2006.
- LEFORT, Fernando and Eduardo WALKER, "Chilean Financial Marketss and Corporate Structure", completar datos editoriales, 2007.
- LEFORT, Fernando & Eduardo WALKER, "Do Markets Penalize Agency Conflicts Between Controlling and Minority Shareholders? Evidence from Chile", in *The Developing Economies*, vol. 45, N° 3, ciudad, 2007.
- LEFORT, Fernando & Eduardo WALKER, "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance", in *Revista ABANTE*, vol. 3, N° 1, Santiago, 1999.
- LEFORT, Fernando y Teodoro WIGODSKI, *Una mirada al gobierno corporativo en Chile: casos emblemáticos*, Santiago, Universidad Católica Ediciones, 2008.
- MAJLUF, Nicolás, Nureya ABARCA, Darío RODRÍGUEZ & Luis FUENTES, "Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups", in *Revista ABANTE*, vol. 1, N° 1, Santiago, 1998.
- MONCKEBERG, María Olivia, *El saqueo de los grupos económicos al Estado chileno*, Santiago, Ediciones B, Grupo Zeta, 2001.

- MINISTERIO HACIENDA, *Informe Comisión de Reforma a la Supervisión y Regulación Financiera*, Santiago, 7 de abril de 2011.
- MONTT, Santiago, “El Tribunal de Defensa de la Libre Competencia como ente regulador del comercio: una mirada desde las políticas públicas”, en *Documentos de Trabajo*, N° 1, Santiago, Centro de Regulación y Competencia, 2009.
- NUÑEZ, David y Diego G. PARDOW, “¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa”, en *Revista Estudios Públicos*, N° 118, Santiago, 2010.
- PARDOW, Diego G., “La desgracia de lo ajeno”, en *Estudios Derecho Civil*, N° 4, Santiago, 2009.
- PARDOW, Diego G., “Potestades de administración y deberes fiduciarios”, en *Estudios Derecho Civil*, vol. 2, Santiago, 2007.
- PARISI, Franco & Gonzalo YÁÑEZ, “The Deal of the Century in Chile Endesa España’s Takeover of Enersis”, in *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, N° 1, Birmingham, 2000.
- PFEFFER, Francisco, “El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la superintendencia de valores y seguros en el contexto del denominado ‘caso Chispas’”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 32, N° 3, Santiago, 2005.
- POLINSKY, Mitchell & Steven SHAVELL, “The Economic Theory of Public Enforcement of Law”, in *Journal of Economic Literature*, vol. 38, N° 1, ciudad, 2000.
- POSNER, Richard A., “Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law”, in *Stanford Law Review*, vol. 7, Stanford, 1998.
- RIED, José Miguel, “El caso Almacenes París, algunas consideraciones en torno al concepto de oferta pública de valores”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 32, N° 1, Santiago, 2006.
- RODRÍGUEZ, Pablo, “La sentencia del caso Chispas. Un error judicial”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 32, N° 3, Santiago, 2005.
- ROE, Mark & Howell JACKSON, “Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 93, N° 2, ciudad, 2009.
- ROLAND, Gérard, “Corporate Governance and Restructuring: Lessons from Transition Economies”, in *Annual world bank conference on development economics 2000*, Washington, 2001.
- ROMANO, Roberta, “The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?”, in *Journal of Law, Economics & Organization*, vol. 7, N° 1, Oxford, 1991.
- ROSE-ACKERMAN, Susan, “Reforming Public Bureaucracy through Economic Incentives?”, in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 2, N° 1, Oxford, 1986.
- SCHULTZE, Charles, *The Public Use of Private Interest*, Washington D.C., Brookings Institution Press, 1977, vol. 1976.
- STIGLER, George J., “The Optimum Enforcement of Laws”, in *The Journal of Political Economy*, vol. 78, N° 3, Chicago, 1970.

UNIVERSIDAD DE CHILE, FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS,
Estudio aranceles Defensoría Penal Pública de Chile, Santiago Facultad de
Ciencias Económicas y Administrativas, 2002.

ZINGALES, Luigi, Alexander DYCK & Adair MORSE, "Who Blows the Whistle on
Corporate Fraud?, in *ECGI-Finance Working Paper*, vol. 156, Cambridge, 2007.